

**MICHEL DAVID VELOSO VIEIRA**



**A Regulação de *Hedge Funds* à luz da Diretiva 2011/11 - em especial, o Regime do Depositário**

Dissertação de Mestrado em Direito Empresarial elaborada sob a orientação do Senhor Doutor  
Paulo Câmara

MESTRADO EM DIREITO EMPRESARIAL

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA – ESCOLA DE LISBOA

FACULDADE DE DIREITO

LISBOA, 1 DE SETEMBRO DE 2014



# A Regulação de *Hedge Funds* à luz da Diretiva 2011/11 - em especial, o Regime do Depositário

Dissertação de Mestrado em Direito Empresarial elaborada sob a orientação do Senhor Doutor  
Paulo Câmara

MESTRADO EM DIREITO EMPRESARIAL

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA – ESCOLA DE LISBOA

FACULDADE DE DIREITO

LISBOA, 1 DE SETEMBRO DE 2014



## **Agradecimento**

Ao Doutor Paulo Câmara,  
Orientador desta dissertação,  
Por toda a disponibilidade,  
Por todas as críticas, conselhos, por toda a orientação.

Aos meus pais e  
Ao meu irmão Daniel.



## I. INTRODUÇÃO

O estudo do tema “Regulação de *Hedge Funds*<sup>1</sup> à luz da Diretiva 2011/61 – em especial as alterações no regime do depositário”, apresenta-se como algo que pode ser considerado inovador, dado o relativamente diminuto interesse demonstrado nesta matéria pela doutrina portuguesa. Por esse motivo, a falta do interesse doutrinário não ilustra a importância e a dedicação com que o tema deverá ser abordado.

Apesar desta dificuldade inicial, o nosso trabalho foi encarado com a motivação que merecia. Vivemos numa época especialmente importante para esta figura jurídica (*Hedge Funds*) com a recente normatização regulatória que surge de forma harmonizada através da referida Diretiva.

Segue-se a descrição sumária da sequência adotada para o tratamento dos vários temas acerca da temática em estudo. Compreensivelmente, ao longo do nosso trabalho iremos analisar o âmbito de aplicação da Diretiva e tentar perceber um pouco as dificuldades que surgiram para a sua implementação, nomeadamente quanto às alterações no regime do depositário.

No nosso estudo abordaremos de forma delimitativa, numa primeira fase, o que aproxima e o que distancia a Diretiva UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) da Diretiva 2011/61 - AIMFD (*Alternative Investment Managers Funds Directive*), assim como a articulação destas com outras Diretivas relacionadas com organismos de investimento coletivo.

No seguimento desta delimitação, será abordado todo o contexto que envolveu a implementação desta Diretiva que, por ser inovadora na matéria, suscitou várias críticas e debates, tornando-se um acontecimento que não pôde deixar indiferente nenhum agente deste mercado.

No capítulo II, entendemos pertinente a análise comparada de vários ordenamentos jurídicos próximos do nosso, sobretudo para podermos entender a perspetiva diferenciada sobre a implementação desta Diretiva. Inserimos, nesta perspetiva

---

<sup>1</sup> Será utilizado o termo *Hedge Funds* optando-se por não o traduzir, isto apesar deste termo ser muito impreciso e de, à primeira vista, não lhe ser possível imputar uma ideia para o público em geral, devido à sua falta de objetividade. Devemos no entanto referir que, nos diversos países europeus este termo tem uma tradução que, muitas das vezes reflete aquilo que podemos considerar como sendo uma das características dos *Hedge Funds* (mas nunca atingem o objetivo que é de aglomerar todas as características num termo só). Em Itália, aparecem como “*fondi speculativi*”, em França como “*fonds de gestion alternative*”, e em Espanha como “*Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Livre*”.

comparada, a análise de um dos acontecimentos mais relevantes neste domínio e que se repercutiu inevitavelmente em todas as jurisdições. Falamos da queda de um dos maiores *Hedge Funds* da época, o *Long-Term Capital Management* (LTCM)<sup>2</sup>. Este acontecimento<sup>3</sup> evidenciou um dos perigos que estes veículos de investimento podem acarretar para o mercado: uma crise financeira seguida de uma crise sistémica. Iremos, claro, analisar as consequências que a falta de regulação pode acarretar (apesar de não ser o centro do nosso estudo, no entanto constituirá uma base para podermos enquadrar a nossa análise).

O capítulo III será dedicado ao âmago do nosso estudo, que será concretizado através da análise das alterações ao regime do depositário no âmbito da Diretiva 2011/61. Será feito um breve enquadramento da figura acompanhado pela explicação da sua inserção na figura jurídica dos *Hedge Funds*. Indicaremos quais as especificidades do contrato e faremos uma análise das exigências do mesmo. Referiremos os deveres de conduta inerentes à posição de depositário, os possíveis conflitos de interesse e as consequências da sua violação.

Para um maior esclarecimento sobre a figura do depositário, entendemos ser pertinente explicar quais são as funções que o mesmo poderá desempenhar. Os últimos dois pontos, abordarão a problemática da delegação de funções e, *last but not least*, a responsabilidade do depositário.

O capítulo IV terá uma importância redobrada, visto que tratará de todos os problemas que se levantam com a aplicação desta Diretiva. Terá um cunho muito mais crítico do que descritivo. No fundo, acabaremos por tecer vários apontamentos críticos que terão como objetivo explicitar as nossas ideias sobre o tema e apresentar o nosso contributo para os temas mais controversos.

Por fim, aproximando-nos da conclusão do nosso estudo, acabaremos por debater quais as principais consequências decorrentes do atraso da transposição da Diretiva 2011/61. Tentaremos perceber se estes atrasos na transposição levam a uma

---

<sup>2</sup> Este *Hedge Fund* foi criado em 1994 por John Meriwether e um grupo de notáveis e brilhantes gestores, que incluía dois prémios nobel da economia (Scholes e Merton). Cfr. DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO, “Regulação e Supervisão de *Hedge Funds*: Percurso, Oportunidade e Tendências”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII (2008), página 69.

<sup>3</sup> Será feita mais adiante uma descrição deste caso.



desigualdade competitiva e, caso existam, se há países capazes de aproveitar estas diferentes velocidades de transposição.

## II. A RELEVÂNCIA DO TEMA NUM CONTEXTO GLOBAL (IMPACTO DA DIRETIVA)

A figura dos *Hedge Funds* sempre teve a si associado um enorme sucesso desde o seu aparecimento. Este facto deveu-se em grande parte por serem conhecidos como sendo instrumentos de investimento de retorno absoluto<sup>4</sup>. Foi a partir dos anos 90, com a informatização dos procedimentos, o acesso a novos mercados (devido à globalização) que se criaram as condições perfeitas para a explosão e consolidação dos *Hedge Funds* como veículos de investimento alternativo.

---

<sup>4</sup> O primeiro *Hedge Fund* surgiu em 1949 com Alfred Winslow Jones. Este sociólogo e escritor da revista Forbes, seria o gestor desse fundo até ao ano de 1970. Apesar da existência desta figura há largas décadas, ainda não é possível dar uma noção que seja aceite universalmente. Apesar de não existir uma noção que defina este tipo de fundos, com o passar dos anos, certas características foram-se evidenciando e tornando-se incontornáveis. Assim sendo, existem determinadas características que são apontadas por todos os autores como intrinsecamente ligadas aos *Hedge funds*. Podemos elencar as seguintes: em primeiro lugar, as estratégias de investimento inovadoras e altamente sofisticadas, de seguida a proteção contra o risco e volatilidade do mercado, em terceiro lugar, a maximização da rentabilidade do capital investido, em quarto lugar, as políticas de remuneração dos gestores indexadas ao comportamento do fundo e por último, a definição de estruturas de investimento que minimizem ou eliminem a sujeição aos instrumentos típicos de regulação. Esta última característica é sem dúvida ímpar no âmbito do instrumento de investimento designado por *Hedge Fund*. Existe um olhar bastante cético acerca das consequências que esta Diretiva poderá ter sobre este concreto e específico ramo do sector financeiro. Olhando às origens deste instrumento, verificamos que a sua existência muito numerosa a partir de certa data nos Estados Unidos da América (surgindo nessa época como uma categoria de fundos de investimento de natureza privada i.e, *private funds*) estava dispensada de registo junto da Securities Exchange Commission (SEC). Esta dispensa de registo levava à “fuga” de uma supervisão e regulação por parte desta autoridade, que tem as mesmas funções e é similar à nossa Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). Esta característica leva-nos a pensar de uma forma mais alongada sobre este tipo de veículo de investimento. Observava-se portanto que desde o seu começo, os *Hedge Funds* estavam à margem das apertadas (e severas) regras de regulação e supervisão. Os *Hedge Funds* são conhecidos por isso mesmo: nunca terem sido objeto de regulação. Apresentarem-se como um instrumento “selvagem”, que não está preso nas apertadas malhas da regulação e supervisão das autoridades competentes. Aliás, poderemos verificar no seguimento deste capítulo que Alfred Winslow Jones, que iniciou o périplo dos *Hedge Funds*, teve como grande mais-valia e aliada, o facto dos *Hedge Funds* não estarem sujeitos às malhas apertadas da Regulação. O que acabou por mais tarde, tornar-se numa das características principais deste tipo de fundos. Cfr. STULZ, RENÉ, *Hedge Funds: past, present and future*, Fisher college of business working paper series, February 2007, páginas 1-37

Vejamos em primeiro lugar qual a regulação<sup>5</sup> (se é que ela existia) deste tipo de Fundos de Investimento, para depois percebermos em que contexto surge a Diretiva 2011/61 e se a sua aceitação é dada como adquirida ou se ela não é assim tão pacífica.

No contexto europeu<sup>6</sup>, os fundos de investimento harmonizados são regulados desde a primeira versão da Diretiva UCITS, que surgiu em 1985, tendo sido já objeto de diversas revisões<sup>7</sup>.

Originariamente a Diretiva UCITS surgiu com o intuito de uniformizar a regulação de fundos de investimento abertos, de forma a poderem ser comercializados do mesmo modo por todos os Estados Membros<sup>8</sup>. O objetivo seria construir um mercado único de serviços financeiros para transação. No entanto tal objetivo não foi atingido, desde logo porque cada Estado Membro tinha as suas regras, o que acabou por dificultar a disponibilização transfronteiriça dos veículos de investimento. Surgiram então discussões e em seguida propostas, mais precisamente em 1990, para uma melhor harmonização do quadro legal que se pudessem estender a todos os Estados Membros. O que seria um ensaio para uma UCITS II acabou por ser abandonado pela sua desmesurada ambição.

---

<sup>5</sup> É muito difícil avançarmos com uma noção muito precisa de regulação. Aproveitamos para referir algumas propostas: Cfr. TIAGO BESSA, “*Crise regulação e supervisão de Hedge Funds*”, RDS II, ano 2010, 3/4, páginas 849-914, CÂMARA, PAULO, “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, 2ª edição, 2011, páginas 245-289 L'HABITANT, FRANÇOIS-SERGE, *Gestion Alternative comprendre et investir dans les Hedge Funds*, Dunod, Paris, 2004, 61-102, PINA, CARLOS COSTA, Instituições e mercados financeiros, Almedina, 2005, páginas 99-141 e DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO, “*Regulação e Supervisão de Hedge Funds: Percurso, Oportunidade ...*”, cit., páginas 90-113.

<sup>6</sup> Durante largas décadas estes Fundos de Investimento estiveram completamente isentos de regulação nas diversas leis federais por todo o território dos Estados Unidos da América. Destacamos a não submissão aos requisitos de subscrição privada prevista no Securities Act de 1933 e a não sujeição aos requisitos do Investment Company Act de 1940.. Tudo mudou (ou muita coisa mudou pelo menos) com o colapso do LTCM. Após um extenso debate sobre várias temáticas, foi aprovado em 2004 por parte da Securities and Exchange Commission (SEC) uma decisão (que entrou em vigor no dia 1 de Fevereiro de 2006) que obriga as entidades gestoras de *Hedge Funds*, com um património superior a 15 milhões de USD e com mais de 15 investidores, ao registo obrigatório como consultores de investimento, ao abrigo do Investment Act de 1940. Cfr. TIAGO BESSA, “*Crise regulação e supervisão ...*”, cit., página 891

<sup>7</sup> Várias discussões levaram a uma proposta de Diretiva que seria a UCITS II, que acabou por não ser adotada. Em Julho de 1998 a Comissão Europeia publicou nova proposta. Foi adotada em Dezembro de 2001 e ficou conhecida como UCITS III: A UCITS IV já foi transposta e a UCITS V encontra-se já aprovada.

<sup>8</sup> A Diretiva UCITS regula fundos de investimento direcionados para investidores não qualificados (*retail customers*) isto é, público em geral, e não investidores qualificados (investidores institucionais).

Assim, estas propostas foram adotadas em Dezembro de 2001 e são conhecidas como UCITS III (dividindo-se em duas partes: Diretiva 2001/107, Diretiva de Gestão e Diretiva 2001/108 Diretiva de Gestão)<sup>9</sup>, agora em vigor<sup>10</sup>.

Adicionalmente, a União Europeia produziu uma nova Diretiva para proteção dos investidores, *Markets for Financial Instruments Directive* (MiFID), que também teve implicações nos fundos de investimento alternativos<sup>11</sup>.

Surgiu através dos membros do Parlamento Europeu uma chamada de atenção para uma regulação apertada no âmbito dos Fundos de Investimento Alternativo (de ora em diante, FIA), nomeadamente após os Relatórios de Lehne e de Rasmussen surgidos em 2008<sup>12</sup>.

Feita a passagem pelas várias Diretivas que, de alguma forma, puderam estar relacionadas com a regulação de Fundos de Investimento, é chegado o momento de podermos perceber o ambiente à volta da Diretiva 2011/61<sup>13</sup> e se, este caminho percorrido pelas várias Diretivas europeias teve alguma influência no texto final apresentado através da Diretiva em análise.

Um forte clima de tensão política e um debate intenso envolveu o surgimento da ideia da Diretiva 2011/61. A proposta legislativa para a sua implementação não esteve

---

<sup>9</sup> Entretanto a Diretiva UCITS IV (Diretiva 2009/65), aprovada pelo Parlamento Europeu em 13 de Janeiro de 2009, já se encontra transposta. Finalmente, e mais recentemente, em 15 de Abril de 2014, foi já aprovada a UCITS V.

<sup>10</sup> Com esta Diretiva vários *Hedge Funds* acabaram por ser atingidos, pois eles podem ser distribuídos ao público em geral/investidores não qualificados ao abrigo desta. Adaptaram-se a esta regulação dirigida aos investidores não qualificados (*retail investor market*) O que levou ao crescimento dos UCITS services sob gestão de *Hedge Funds* visto que o crescimento foi de 50% em 2009, em especial no Reino Unido mas também em França e no Luxemburgo. Este desenvolvimento é bastante importante se tivermos em conta que os *Hedge Funds* estão a entrar num domínio que é dos Fundos de Investimento tradicionais regulados desde o ano de 1985 sob a diretiva UCITS, diretiva esta que proíbe o short-selling (uma das características fundamentais dos *Hedge Funds*).

<sup>11</sup> As Diretivas UCITS e MiFID serviram de inspiração ao texto da Diretiva 2011/61, nas matérias de comercialização de ativos, o que contribuiu para a elevação do tom nas críticas que foram feitas pois o texto final surgiu com bastantes imprecisões, sendo que muitas foram consideradas inaceitáveis. Cfr. WOLL, CORNELIA, “*Lobbying under pressure : the effect of salience on European Union Hedge Fund Regulation*”, *Journal of Common Market Studies*, 2013, volume 51, number 3 páginas 567

<sup>12</sup> Relatório Lehne consultável em: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A6-2008-0101+0+DOC+PDF+V0//PT> e o relatório Rasmussen consultável em: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A6-2008-0338+0+DOC+XML+V0//PT>

<sup>13</sup> A Diretiva foi proposta pela Comissão no dia 29 de Abril de 2009, e aprovada pelo Conselho no dia 15 de Dezembro de 2009 e depois de várias negociações foi adotada pelo Parlamento no dia 22 de Setembro e no dia 17 de Novembro de 2010 pelo Conselho. Reforçamos a ideia sobre as críticas feitas devido às imperfeições e imprecisões várias que a Diretiva 2011/61 continha aquando da sua publicação. Cfr. EDDY WYMEERSCH, “*Chapter 18 - The European Alternative Investment Fund Management Directive*”, *Alternative Investment Fund Regulation*, páginas 433-495 em especial 433 e 434.

isenta de um forte debate político<sup>14</sup>. O contexto em que a Diretiva surge decorre desde logo de vários avisos que foram chegando através de várias falhas do sistema financeiro, que como já fizemos referência é visto como um todo a nível global<sup>15</sup>. Algumas dessas falhas foram mais leves e puderam ser controladas sem grandes sobressaltos, outras tiveram repercussões muito graves em todo o mundo. Era necessário dar uma resposta à crise que eclodira em 2007. No entanto, vários foram os opositores a este impulso legislativo. Neste campo em concreto distinguem-se os países que tinham um cunho mais liberal/capitalista em que a parca regulação<sup>16</sup> seria muito mais benéfico<sup>17</sup>, distintamente dos países que preferem uma regulação forte para que o papel dos mercados financeiros seja abstraído das várias “engenharias camufladas” que com cada vez mais força iam nascendo<sup>18</sup>. Damos conta dos dois extremos (não regulação e regulação forte, claro está que os restantes países acabaram por se situar entre estes dois extremos)<sup>19</sup>.

A verdade é que muitos dos envolvidos na indústria dos Fundos de Investimento Alternativo<sup>20</sup>, e que sempre se habituaram a olhar para estes veículos como não tendo restrições de velocidade para cumprir, isto é, nunca sendo objeto de regulação, apenas

---

<sup>14</sup> Facilmente se compreende a resistência oferecida por países que detinham já um mercado de *Hedge Funds* fortemente implementado. Não pretendem uma apertada regulação sob pena de deixarem de ser localizações atrativas. Uma das vozes mais representativas dessa resistência era a de Charlie McCreevy (*Irish Internal Market Commissioner*), que demonstrou toda a sua preocupação com as consequências que a regulação poderia ter no mercado dos fundos de investimento e repetiu incessantemente que os *Hedge Funds* não deveriam ser regulados no seio da União Europeia.

<sup>15</sup> O primeiro aviso surgiu em 1992 quando um *Hedge Fund* gerido por George Soros especulou sobre a libra esterlina e forçou o Reino Unido a uma desvalorização da moeda e deixou o mecanismo de taxas de câmbio europeu. Outro exemplo surge com a crise financeira asiática surgida em 1997-98, os *Hedge Funds* contribuíram para propagar o contágio da mesma. Por fim, outra demonstração de força foi o colapso do LTCM que ameaçou derrubar Wall Street, que foi evitado após a *Federal Reserve Bank* ter coordenado um bail-out de cerca de 3.6 bilhões de USD. Cfr. WOLL, CORNELIA, “Lobbying under pressure : the effect of salience ...”, cit., páginas 555-572

<sup>16</sup> Ou até inexistente em alguns casos, diga-se.

<sup>17</sup> Pensamos no caso irlandês e no Reino Unido.

<sup>18</sup> Como principal líder deste grupo de países, aparece a Alemanha.

<sup>19</sup> É necessário perceber o que está por detrás da indústria dos *Hedge Funds*, e sobretudo os interesses presentes na mesma. A gestão destes fundos de investimento, em 2009, era maioritariamente feita a partir dos EUA (68%), seguida pela Europa (23%) e por fim a Ásia com 6%. Para a gestão dos *Hedge Funds*, temos na Europa com uma dimensão considerável, o Reino Unido e a Irlanda. Os Fundos em si mesmo estão domiciliados maioritariamente em jurisdições offshore (Ilhas Caimão, Delaware, Ilhas Virgens Britânicas e Bermudas).

<sup>20</sup> Centramos a nossa atenção para os *Hedge Funds* pois são o objeto da nossa dissertação, no entanto esta Diretiva tem um âmbito de aplicação muito mais extenso. Aliás, tal é perceptível no artigo que contém o seu âmbito de aplicação, visto tratar-se de uma definição pela negativa – abrange todos os fundos de investimento que não se encontravam até agora regulados pela legislação Europeia.

se começaram a aperceber da verdadeira iminência da regulação quando leram a primeira proposta da Comissão Europeia em Abril de 2009<sup>21</sup>.

Após todo este desenvolvimento e repercussão mediática junto do público, em 1998 a queda de um dos maiores *Hedge Funds* da época, o LTCM evidenciou um dos perigos que estes veículos de investimento poderiam acarretar para o mercado: uma crise financeira seguida de uma crise sistémica. Existiu um grande receio com a falência do LTCM<sup>22</sup> (sobretudo devido aos valores que este fundo geria e à proveniência dos seus capitais). Receou-se sobretudo que fosse provocada uma grave crise financeira generalizada, devido ao efeito de risco sistémico<sup>23</sup>. Com estes receios, deu entrada em cena o Federal Reserve Bank (FED), que promoveu entre os maiores bancos da Wall Street (todos credores do LTCM) um bail-out destinado a permitir a liquidação das obrigações do LTCM perante os seus credores. Este acontecimento teve lugar nos Estados Unidos da América, país que será tido em conta nesta nossa análise, sobretudo para podermos entender qual a importância que pode ter na regulação a nível europeu. Sabemos, e bem, qual é a dimensão do sistema financeiro nos dias de hoje (tem uma escala mundial). A importância do sistema financeiro nos nossos dias não pode ser afastada de toda esta análise. Isto é, temos por objeto analisar a Diretiva 2011/61 e em específico as alterações no regime do depositário mas não nos poderemos esquecer de enquadrar o tema para que possamos ter uma visão alinhada sobre as possíveis críticas e formas de remediar aquilo que está incorreto neste domínio.

Após esta breve descrição acerca da regulação ao nível das Diretivas europeias, vejamos o percurso pelo qual os *Hedge Funds* atravessaram nos Estados Unidos da América. Surgiu, nesse espaço geográfico, após o choque da grave crise financeira que se instalou a partir de 2008, a necessidade de implementar novas regras no mundo financeiro. No entanto, até então existia uma ampla liberdade no domínio regulatório quando estávamos perante estes veículos de investimento. Estes Fundos nasceram e

---

<sup>21</sup>Esta proposta poderá ser consultada em:

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/alternative\\_investments/fund\\_managers\\_proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_proposal_en.pdf)

<sup>22</sup>Cfr. LHABITANT, FRANÇOIS-SERGE, *Gestion Alternative comprendre et investir dans les Hedge Funds*, Dunod, Paris, 2004, 61-102

<sup>23</sup>O LTCM foi liquidado no início do ano de 2000 e este acontecimento foi um marco determinante na história dos *Hedge Funds*, pois permitiu que se retirassem diversas conclusões a vários níveis. Os gestores desses Fundos ficaram alertados, bem como os bancos que concediam empréstimos desmesuradamente desproporcionais para a gestão desses fundos. Por fim, também os investidores ficaram alertados, pois até então tinham sido levados a crer nas elevadas taxas de rentabilidade que estes Fundos apresentavam. Muitos desses investidores apresentavam os seus portfolios de investimento apenas constituídos por *Hedge Funds*, sendo que essa prática foi considerada incorreta.

criaram as suas raízes através do aproveitamento da falta de regulação existente nas diversas leis federais de todo o território americano<sup>24</sup>. O acontecimento que dita a mudança de paradigma é sem sombra de dúvidas o colapso do LTCM (ao qual já fizemos referência *supra*). Desde aí, multiplicaram-se as vozes de descontentamento e que clamavam por uma intervenção regulatória neste sector. Na sequência foi aprovado pela “*Securities Exchange Commission* (SEC), autoridade de supervisão norte-americana, um regulamento que veio sujeitar ao registo obrigatório como consultores de investimento, as entidades gestoras dos *Hedge Funds* com um património superior a 25 milhões de dólares e com mais de 15 investidores. Surge em 2010 um vasto e complexo documento legislativo que foi apelidado de Dodd-Frank Act que veio revolucionar a regulação deste tipo de instrumento.

A situação um pouco por toda a Europa é diferente daquela que acabamos de analisar nos Estados Unidos da América. Vejamos os exemplos das jurisdições italiana, espanhola e alemã emergentes neste tema. Através desta análise poderemos perceber em que nível se encontra a regulação nestes países para depois analisarmos o impacto que a Diretiva poderá ter.

Em Itália<sup>25</sup>, foram consagrados os “*fondi speculativi*”, que são fundos com intuito especulativo. A sua consagração deu-se através do artigo 16º do “*Regolamento n.º 228/99*”, de 14 de Maio de 1999 (“*Regolamento Recante Norme per la Determinazione dei Criteri Generali cui Devono Essere Uniformati i Fondi Comuni di Investimento*”).

Em Espanha, a figura foi também prevista e regulada sob designação geral de instituições de investimento colectivo livre (“*instituciones de inversión colectiva de inversión libre*”), através dos artigos 43º e 44º do “*Régimen de las Instituciones de Inversión Colectiva*”, aprovado pela *Ley n.º 35/2003*, de 4 de Novembro (com as modificações introduzidas pelo Real Decreto n.º 36/2007, de 16 de Março, bem como ainda pela Circular da Comissão Nacional do Mercado de Valores n.º 1/2006, de 3 de Maio).

Também na Alemanha foi dada especial atenção ao fenómeno dos *Hedge Funds* através da figura do chamado “património autónomo de riscos adicionais” (

---

<sup>24</sup> Destacamos aqui o “*Securities Act*” de 1933, ao qual estes Fundos não estavam sujeitos e também o “*Investment Company Act*” de 1940.

<sup>25</sup> Itália foi um dos primeiros países europeus a regular os *Hedge Funds* em específico. Cfr ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Os “hedge funds” e o governo ...*, página 36

*Sondervermogen mit zusatzliche Risiken “Hedgefonds”*), prevista e regulada nos §§ 112 a 120 da “*Investmentgesetz*” de 2003<sup>26</sup>. Foi através da entrada em vigor da *Investmentgesetz*, que veio introduzir dois tipos fundamentais de fundos: os “*single Hedgefonds*” e os “*dach Hedgefonds*”. Os “*single Hedgefonds*”, consistem essencialmente em fundos singulares ou individuais. Os “*dach Hedgefonds*” são basicamente fundos de fundos – similares aos previstos noutros países, tais como os “*IIC de IIC de inversión libre*” espanhóis, os “*OPCVM de fonds alternatifs*” franceses ou os “*retails funds of hedge funds*” irlandeses. É de ter em conta também a previsão de uma série de normas comuns aplicáveis a ambos os tipos de fundos, em diversas matérias: de gestão, de resgate das unidades de participação, do regulamento de gestão, e das qualificações dos gestores e dirigentes.

Posto isto, e tendo seguido a sequência de trabalho proposta, estamos preparados para entrar na matéria que merecerá a nossa atenção de forma detalhada: as alterações no regime do depositário.

### III. O DEPOSITÁRIO

No seguimento da introdução que foi feita sobre a relevância do tema à escala global e sobre o impacto que a Diretiva poderá ter, cabe-nos aproximar do cerne da nossa dissertação: o regime do depositário e as alterações introduzidas no novo regime.

Vários são os casos que causaram polémica e estupefação relativamente a acontecimentos ocorridos no seio do setor financeiro (a reter, sobretudo, o mau exemplo de Bernard Madoff<sup>27</sup>), para além de outros maus exemplos<sup>28</sup>. Madoff, é um nome que

---

<sup>26</sup> Durante muito tempo a legislação germânica deixou um pouco de lado a regulação deste tipo de veículos de investimento. Cfr ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Os “hedge funds” e o governo ...*, página 38

<sup>27</sup> Bernard L. Madoff foi o arquiteto de um dos maiores esquemas Ponzi em toda a história dos mercados financeiros. Madoff soube explorar a seu favor a falta de regulação que existia no ramo dos Fundos de Investimento Alternativos, sobretudo em relação aos *Hedge Funds*. A história de Madoff iniciou-se quando, em 1960 registou e estabeleceu a BMIS – Bernard Madoff Investment Securities. Com a ajuda do seu irmão – Peter Madoff – fizeram crescer a BMIS fazendo uso da tecnologia como um factor fulcral no seu modelo de negócio. A fraude que Bernard Madoff conseguiu orquestrar, envolveu diversos elementos que em conjunto deram a esta fraude uma dimensão mundial e histórica. Iremos discorrer as várias razões e os elementos utilizados para se conseguir chegar a esse termo ao longo da nossa dissertação, aproveitando este caso para podermos introduzir uma espécie de paralelismo entre aquilo que falhou e dar como exemplo este caso real para que muitos dos erros cometidos não se voltem a repetir.

<sup>28</sup> Vários casos podem ser apontados. Desde logo a Enron, a Global Crossing que também foi levada à bancarrota, a WorldCom, El Paso cujas ações apresentaram quedas de 25% e a Tyco que perdeu 30% da sua capitalização em apenas um dia. São vários os casos que podem ser apresentados e optamos por referir aqueles que tiveram repercussões mais expressivas. Cfr. CHORAFAS N. DMITRIS, “*Highly leveraged Institutions Regulators, and the New Lenders of Last Resort*”, Palgrave Mac Millan, 2003, página 222.

causa desde logo uma reação negativa. Consigo, traz uma história que lhe é indissociável. Há uma ligação umbilical entre o nome e aquilo que é considerado uma das maiores fraudes no mundo financeiro de que há memória. Atendendo à sua importância na história do mundo financeiro, parece-nos da maior pertinência a escolha da análise das alterações implementadas no regime do depositário, no que concerne à sua regulamentação. Como Madoff foi capaz de esconder o seu esquema fraudulento durante décadas, enganando investidores altamente sofisticados de vários países e criando dessa forma vítimas, é uma questão que deve ser colocada por todos. Uma dúvida que surgiu por diversas vezes um pouco por todos os intervenientes do setor, relacionou-se com o seu esquema ter sido essencialmente operado no seio da indústria dos *Hedge Funds*. Até que ponto, terá sido esse o motivo que levou ao prorrogar desta fraude sem que ninguém a detetasse. Na época, a regulação e supervisão dos *Hedge Funds* era praticamente inexistente. Não existiam extensas listas de obrigações que deviam ser cumpridas pelo depositário, nem tão pouco havia um quadro regulatório harmonizado que permitisse detetar falhas em situações transfronteiriças. O que nos interessa agora perceber é, não tanto a mestria do sujeito para esconder o seu esquema, mas sim perceber as falhas do sistema a nível regulatório, o seu vazio e as suas fraquezas, e qual o caminho que não foi e deveria ter sido seguido<sup>29</sup>.

Em contraposição com esses acontecimentos que desrespeitaram a essência daquilo que constitui o desempenho das funções para as quais foram incumbidos, vamos começar por enunciar as principais características dos depositários<sup>30</sup>. Estas características devem estar presentes em todas as funções desempenhadas. O depositário deverá sempre, e acima de tudo, agir com honestidade, equidade, profissionalismo, independência e no interesse dos investidores<sup>31</sup> (artigo 21º da Diretiva).

---

<sup>29</sup> Cfr. SEMMLER WILLI AND CHAPPE RAPHAELE, “*Ponzi Finance and the Hedge Fund Industry*”; NICHOLS CHERYL, “*Addressing Inept SEC Enforcement Efforts: Lessons from Madoff, the Hedge Fund Industry, and Title IV of the Dodd-Frank Act for U.S. and Global Financial Systems*”, *Northwestern Journal of International Law & Business*, páginas 637 - 698; CHORAFAS N. DMITRIS, “*Highly leveraged Institutions Regulators...*”, cit., páginas 215-236.

<sup>30</sup> No Ordenamento Jurídico português, o depositário deve tal como a entidade gestora, agir de modo independente e no exclusivo interesse dos participantes, desempenhando assim para além do papel de guarda ou custódia dos ativos do fundo inerente ao contrato de depósito (arts. 1185º e 1187º do Código Civil) e da função executiva de decisões tomadas pela entidade gestora, a vigilância e a garantia do cumprimento da lei, dos regulamentos e dos documentos constitutivos do Fundo de Investimento Mobiliário. Os participantes têm direito a uma boa gestão do fundo conforme à lei e ao regulamento e de acordo com um *bónus pater familias* de elevada diligência e competência profissional, sob vigilância e garantia do depositário.

<sup>31</sup> Cfr. HOOGHESMTRA SEBASTIAN “*Chapter 17 – Depositary regulation*”, *Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Kluwer, 2012, Página 417



Dentro destas características, é fundamental evidenciarmos a necessidade dos depositários se regerem, no exercício das suas funções, por elevados índices de independência, tendo em conta que a sua posição é sobretudo pautada pela natureza fiduciária, guiados claro está pelas necessidades e exigências dos participantes<sup>32</sup>.

A posição de depositário num FIA, no âmbito desta Diretiva, é muito mais complexa do que aquilo a que estávamos acostumados até agora.

No intuito de desempenhar a função de depositário de um FIA<sup>33</sup>, deverá ser assumida uma das seguintes formas: i) uma instituição de crédito com sede social na União Europeia e autorizada nos termos da Diretiva 2006/48/CE; ii) uma empresa de investimento com sede social na União Europeia, sujeita aos requisitos de adequação de fundos próprios previstos no art. 20º nº 1 da Diretiva 2006/49/CE; iii) uma entidade elegível nos termos do regime dos Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários (OICVM) ; ou iv) uma instituição de crédito ou entidade equivalente ( aplicável aos FIA extra-EU)<sup>34</sup>.

Os Estados-Membros podem permitir que, no caso dos FIA sem direitos de reembolso que possam ser exercidos durante um período de cinco anos a contar da data do investimento inicial e que não investem geralmente em ativos que tenham de ser mantidos em custódia ou investem geralmente em emitentes ou empresas não cotadas, a fim de adquirirem potencialmente o controlo dessas mesmas empresas, o depositário possa ser uma entidade que: a) desempenha funções de depositário como parte das suas atividades profissionais ou empresariais em relação às quais esteja sujeita a registo profissional obrigatório reconhecido por lei, ou a disposições legais ou regulamentares ou regras de conduta profissional, e que b) possa dar garantias financeiras e profissionais suficientes de poder desempenhar eficazmente as funções relevantes de

---

<sup>32</sup> Cfr. CÂMARA, PAULO, *Fundos de investimento*, páginas 638 e 639.

<sup>33</sup> Cfr. HOOGHESMTRA SEBASTIAN “*Chapter 17 – Depositary ...*” cit., página 411 e segs.

<sup>34</sup> A introdução de uma clarificação no que diz respeito às formas que devem ser assumidas na função de depositário, é um ponto positivo que vem acrescentar clarificação e uma harmonização a este nível, fortemente desejada. De acordo com o disposto no Regulamento 575/2013/CE uma instituição de crédito para os efeitos pretendidos, consiste numa empresa cuja atividade consiste em aceitar do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis e em conceder crédito por conta própria. Relativamente às entidades elegíveis nos termos do regime dos Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários (OICVM) trata-se em suma das instituições de crédito previstas. Por último, no caso dos FIA extra-UE, o depositário também poderá ser uma instituição de crédito ou uma empresa de investimento, desde que estejam sujeitos a regulamentação prudencial, incluindo requisitos mínimos de fundos próprios, e supervisão que tenham o mesmo efeito que a legislação da União Europeia e sejam efetivamente aplicadas.

depositário e cumprir os compromissos inerentes a essas funções, de acordo com o disposto no art. 21º, nº 3, da Diretiva<sup>35</sup>.

Passemos então para a análise de cada um dos pontos que registam maiores alterações com a entrada em vigor desta Diretiva.

### **3.1- O CONTRATO – ESPECIFICIDADES (ART. 21 Nº 1 DA DIRETIVA<sup>36</sup>)**

A Diretiva impõe que a nomeação do depositário seja feita através de contrato escrito, nos termos do artigo 21º, nº2, da Diretiva. Esta forma de comprovar a nomeação tem por finalidade assegurar um nível elevado de proteção dos investidores. O contrato deve ser firmado entre o depositário por um lado e pelo gestor do FIA ou o próprio FIA ou até por alguém em representação desse FIA (art. 21º, nº 2, da Diretiva), por outro lado.

Podemos, desde já, verificar, através das disposições da Diretiva, alguns aspetos mais concretos sobre o tema. Na secção 4, artigo 21º, nº 1, da Diretiva, verificamos que deve ser nomeado um único depositário para cada um dos FIA, isto é, as funções de guarda e controlo, devem ambas estar a cargo do mesmo e único depositário<sup>37</sup>. A Diretiva impõe aos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo (de ora em diante, GFIA) que nomeiem para cada FIA um depositário, para que possam receber os pagamentos efetuados pelos investidores e conservem à sua guarda os instrumentos financeiros de que o FIA seja proprietário, entre outras tarefas. Esta alteração representa uma novidade em relação ao passado, visto que antes da existência da Diretiva não existia uma norma desta natureza<sup>38</sup>. A Diretiva 2011/61 apresenta um elenco bastante aberto de entidades elegíveis para desempenharem a função de depositário. Claro está que este elenco surge tendo sido atendidos todos os deveres que os depositários devem

---

<sup>35</sup> Esta exceção traz de volta alguma incerteza sobre as entidades elegíveis, isto é, sobre o leque de entidades elegíveis. Isto porque, o leque passa a ser muito mais alargado visto que estão apenas definido abstratamente as condições que devem ser preenchidas. Assim, por exemplo, poderemos incluir neste leque como entidades elegíveis: fundações, notários e sociedades de advogados.

<sup>36</sup> As relações entre eles (depositário e entidade gestora) são regidas por um contrato escrito, art. 38 nº 3 do RJOIC, que configura um contrato misto de depósito e prestação de serviços. Cfr. PINHO, CATARINA ROMÃO, *Os fundos de investimento mobiliário no Direito português*, Revista do Direito das Sociedades, página 129 e HOOGHIESMTRA SEBASTIAN “Chapter 17 – Depositary ...”, cit., 423

<sup>37</sup> Cfr. HOOGHIESMTRA SEBASTIAN “Chapter 17 – Depositary ...” cit., páginas 409 e 446

<sup>38</sup> Cfr. HOOGHIESMTRA SEBASTIAN “Chapter 17 – Depositary ...” cit., página 411

respeitar, nunca esquecendo que a sua função se deve pautar pela independência e lealdade.

O contrato deverá regular o fluxo de informações consideradas necessárias para permitir ao agente desempenhar as suas funções no FIA, para o qual foi nomeado depositário. O contrato deverá prever os direitos e obrigações, respetivos e concretos, do depositário, do GFIA e/ou do FIA e de terceiros (caso haja delegação).

O contrato deverá conter a descrição dos serviços oferecidos pelo depositário e ainda quais os procedimentos adotados em relação a cada tipo de ativo nos quais o FIA está autorizado a investir. Para que o depositário possa ter consciência daquilo que tem em mãos e sobretudo dos riscos associados, deverá estar representado no contrato uma descrição dos ativos em que o FIA está autorizado a investir. Não será contudo necessário incluir a descrição exaustiva dos mesmos<sup>39</sup>.

Como referido previamente, o contrato serve em grande parte para regular o fluxo de informações. É imprescindível o depositário receber toda a informação necessária para poder desempenhar as suas funções na sua plenitude. O contrato deverá incluir os meios pelos quais o GFIA ou o FIA devem transmitir as informações relevantes ao depositário, incluindo assegurar que este último está em condições de receber informações válidas através de um terceiro.

Este tipo de contratos não estará subtraído às regras gerais da realidade económico-financeira, sendo por isso também obrigatória a previsão de artigos relacionados com o branqueamento de capitais, devido ao receio de financiamento de esquemas terroristas. Esta obrigação no entanto, terá de ser vista pelos dois lados: os procedimentos estabelecidos devem assegurar que o GFIA e/ou o FIA poderão controlar a performance do depositário e avaliar o seu desempenho nomeadamente através do cumprimento de todos os deveres que lhe estão incumbidos<sup>40</sup>.

É obrigatório respeitar o sistema de “*escalation procedure*”. Isto é, o depositário tem de alertar o GFIA se identificar algum risco material, num qualquer mercado. Este

---

<sup>39</sup> Cfr. WYMEERSCH, EDDY “Chapter 18 – The European Alternative Investment Fund Management Directive” Alternative Investment Fund Managers Directive, Wolter Kluwer, 2012, páginas 457-468

<sup>40</sup> Cfr. ZETZSCHE DIRK A. / ECKNER DAVID – “Chapter 15 – Investor Information, Disclosure and Transparency”, Alternative Investment Fund Managers Directive, Wolters Kluwer, 2012, páginas 333-365

procedimento inclui a identificação das pessoas que devem ser contactadas e por isso são responsáveis no FIA e/ou o GFIA, caso seja iniciado um procedimento deste tipo.

O contrato deverá prever também os termos da responsabilidade do depositário (artigo 21º, nº 13 e nº 14, da Diretiva). Em concreto, o contrato deve estipular as condições sob as quais o depositário pode transferir a sua responsabilidade para um terceiro. Voltaremos a abordar esta problemática um pouco mais à frente, quando analisarmos os termos da responsabilidade do depositário.

Naturalmente, deverão também ser incluídas no contrato as situações que poderão levar ao termo deste acordo, bem como os detalhes atinentes ao termo do mesmo. Este deverá ser o último recurso a utilizar pelo depositário no caso de sentir que há uma desproteção elevada sobre os ativos por ele guardados.

A utilização de uma abordagem baseada em princípios e a não-opção pelo fornecimento de um modelo-quadro ou acordo-quadro, demonstram um equilíbrio entre, por um lado, assegurar o fluxo de informações que um depositário necessita para cumprir os seus deveres de guarda de ativos e outras funções e, por outro lado, uma liberdade suficiente para a indústria financeira, atendendo a toda a sua extensão adaptar os seus contratos a uma ampla gama (sobretudo muito diversificada) de FIA, estratégias de investimento e diferentes abordagens nas mais diversas jurisdições europeias.

Como tivemos a oportunidade de verificar, a obrigatoriedade da existência de um contrato escrito para a nomeação de um depositário impõe-se, sobretudo se atendermos a todas as variáveis que podem ser alvo de discussão e às especificidades deste tipo de Fundos.

### **3.2- CONFLITO DE INTERESSES**

Esta questão é muito relevante e vem prevista no art. 21º, nº 4 e nº 10, da Diretiva. Como vem sendo apanágio e como percebemos ao longo de toda a elaboração desta Diretiva, algo que está sempre presente é a importância dada às questões de regulação e com isso a separação de funções. Assim sendo, com o intuito de afastar potenciais conflitos de interesse, foram consagradas algumas regras no nº 4, do artigo 21º. Desde logo, os GFIA não podem ser depositários (alínea a); um corretor principal

que haja como contraparte de um FIA não pode ser depositário do mesmo FIA<sup>41</sup>. Sobre esta última exigência, o nosso entendimento vai no sentido em que o legislador comunitário deveria ter ido mais longe e simplesmente proibir que um corretor principal fosse depositário de um mesmo FIA, onde exerce as primeiras funções. Outra das medidas que pretende evitar o conflito de interesses, é a proibição existente na reutilização pelo depositário sem o consentimento prévio do FIA ou do GFIA agindo em nome do FIA. Como último ponto a apontar sobre este tema, diremos que é permitida a delegação pelo depositário das funções de custódia no corretor principal, desde que respeitadas as condições aplicáveis, isto é, o que vem previsto acerca da delegação de funções, que iremos abordar de seguida<sup>42</sup>.

### 3.3- FUNÇÕES

Um dos principais focos do nosso interesse, e com mais incidência no objeto principal do nosso estudo, prende-se com as funções desempenhadas pelo depositário. Elas vêm previstas essencialmente no art. 21º da Diretiva, em especial no seu nº 7. Como função principal do depositário encontramos, claro está, a guarda de ativos. É a sua verdadeira e primária função, no fundo aquilo em que pensamos quando nos referimos ao depositário. Não obstante a importância que esta função possui, outras estão a seu cargo. Para além da guarda de ativos, o depositário deve assegurar o acompanhamento adequado dos fluxos de caixa do FIA e em particular assegurar que todos os pagamentos efetuados pelos investidores ou em nome destes aquando da subscrição de unidades de participação ou ações num FIA foram recebidos<sup>43</sup>. Outra das funções, prende-se com a obrigação do depositário assegurar que todo o numerário do FIA foi registado corretamente em contas abertas em nome do FIA ou do GFIA que age

---

<sup>41</sup> No entanto, há uma exceção. A exceção verifica-se, caso esteja funcional e hierarquicamente separado no desempenho das suas funções de depositário relativamente às de corretor principal e os potenciais conflitos de interesses tenham sido devidamente identificados, geridos, acompanhados e divulgados aos investidores do FIA.

<sup>42</sup> Claramente a proposta da Diretiva obteve imensas críticas, às quais teremos de acrescentar uma outra de carácter formal: as inúmeras remissões feitas para vários números são desnecessárias e tornam a compreensão deste trabalho legislativo muito mais complexo daquilo que é desejável.

<sup>43</sup> Cfr. HOOGHESMTRA SEBASTIAN “*Chapter 17 – Depositary ...*” cit., páginas 409 e 446; Cfr. EDDY WYMEERSCH “*Chapter 18 – The European Alternative Investment ...*”, cit., páginas 457-468; cfr. FERRAN EILÍS, “*After the Crisis: The regulation of Hedge Funds and Private Equity in the EU*”, European Business Organization Law Review 12, 2011, páginas 379-414

em nome deste, ou em nome do depositário agindo em nome do FIA numa entidade referida nas várias alíneas do art. 18º, da Diretiva 2006/73/CE, ou noutra entidade da mesma natureza no mercado relevante onde são exigidas contas em numerário, desde que essa entidade esteja sujeita a regulamentação e supervisão prudenciais eficazes que tenham o mesmo efeito que a legislação da União e sejam efetivamente aplicadas, nos termos do artigo 16º, da Diretiva 2006/73/CE.

Considerando o tipo de ativos, será necessário estabelecer uma diferenciação entre: i) instrumentos financeiros sob custódia (art. 21º nº 8 al.a)) e ii) outros ativos (art. 21º nº 8 al.b)) <sup>44</sup>.

Devem ser guardados sob custódia os seguintes instrumentos financeiros<sup>45</sup>:

- i) Todos os instrumentos financeiros que possam ser registados numa conta de instrumentos financeiros aberta nos livros do depositário; e
- ii) Todos os instrumentos financeiros que possam ser fisicamente entregues ao depositário.

---

<sup>44</sup> Se as contas em numerário forem abertas em nome do depositário agindo em nome do FIA, não pode ser registado nessa conta numerário da entidade referida *supra* ou do depositário.

<sup>45</sup> Encontramos como definição de instrumentos financeiros na Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF) : "*Instrumentos financeiros -1) Valores mobiliários; 2) Instrumentos do mercado monetário; 3) Unidades de participação em organismos de investimento coletivo; 4) Opções, futuros, swaps, contratos a prazo de taxa de juro e quaisquer outros contratos derivados relativos a valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendibilidades ou outros instrumentos derivados, índices financeiros ou indicadores financeiros que possam ser liquidados mediante uma entrega física ou um pagamento em dinheiro; 5) Opções, futuros, swaps, contratos a prazo de taxa de juro e quaisquer outros contratos derivados relativos a mercadorias que devam ser liquidados em dinheiro ou possam ser liquidados em dinheiro por opção de uma das partes (por qualquer razão diferente do incumprimento ou outro fundamento para rescisão);*

*6) Opções, futuros, swaps e quaisquer outros contratos derivados relativos a mercadorias que possam ser liquidados mediante uma entrega física, desde que sejam transaccionados num mercado regulamentado e/ou num MTF;*

*7) Opções, futuros, swaps, contratos a prazo e quaisquer outros contratos sobre derivados relativos a mercadorias, que possam ser liquidados mediante entrega física, não mencionados no ponto 6 e não destinados a fins comerciais, que tenham as mesmas características de outros instrumentos financeiros derivados, tendo em conta, nomeadamente, se são compensados ou liquidados através de câmaras de compensação reconhecidas ou se estão sujeitos ao controlo regular do saldo da conta margem;*

*8) Instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito;*

*9) Contratos financeiros por diferenças (financial contracts for differences).*

*10) Opções, futuros, swaps, contratos a prazo de taxa de juro e quaisquer outros contratos sobre derivados relativos a variáveis climáticas, tarifas de fretes, licenças de emissão, taxas de inflação ou quaisquer outras estatísticas económicas oficiais, que devam ser liquidados em dinheiro ou possam ser liquidados em dinheiro por opção de uma das partes (por qualquer razão diferente do incumprimento ou outro fundamento para rescisão), bem como quaisquer outros contratos sobre derivados relativos a activos, direitos, obrigações, índices e indicadores não mencionados na presente Secção e que tenham as mesmas características de outros instrumentos financeiros derivados, tendo em conta, nomeadamente, se são negociados num mercado regulamentado ou num MTF, se são compensados e liquidados através de câmaras de compensação reconhecidas ou se estão sujeitos ao controlo regular do saldo da conta margem."*

Relativamente aos ativos que devem ser mantidos sob custódia, recaem sobre o depositário algumas obrigações. Estas consistem fundamentalmente na manutenção dos instrumentos financeiros devidamente registados, no registo de contas separadas de forma a assegurar a sua exatidão e, em especial, a registar a correspondência com os instrumentos financeiros e o numerário detido em nome dos FIA, em proceder a conciliações periódicas entre as contas e os registos internos e as contas e registos de terceiros (no caso de ter havido delegação), na atuação diligente em relação aos instrumentos financeiros mantidos sob custódia, por forma a assegurar um elevado nível de proteção aos investidores, na avaliação de todos os riscos de custódia relevantes e acompanhamento dos mesmos ao longo de toda a cadeia de custódia, na previsão de disposições organizacionais adequadas de modo a minimizar o risco de perda ou de redução de valor dos instrumentos financeiros ou dos respetivos direitos, em resultado de fraude, má gestão, registo inadequado ou negligência e por fim, em assegurar que o direito de propriedade do FIA ou do GFIA atuando em nome do FIA sobre ativos é verificado<sup>46</sup>.

Os instrumentos financeiros que devem ser mantidos sob custódia, inserem-se no âmbito do regime de responsabilidade de depositário, que é definido pela Diretiva. Isso significa que, em caso de perda de um instrumento financeiro que deve ser mantido sob custódia, o depositário é obrigado a devolver o instrumento financeiro (ou o mesmo montante). Esta exigência está relacionada com ativos que apenas podem receber ordem de transmissão por parte do depositário, em que este último surge como proprietário registado no registo do emitente<sup>47</sup>.

Por outro lado, e em paralelo, não deverão ser guardados sob custódia os seguintes instrumentos financeiros: i) instrumentos que, em conformidade com a legislação nacional aplicável, apenas se encontrem registados em nome do FIA junto do emitente ou do seu agente<sup>48</sup> (art. 21 n° 8 *a contrario*).

Relativamente à diferenciação descrita *supra*, voltamos aos deveres do depositário quanto aos outros ativos, isto é, todos os ativos que não entrem na definição de instrumentos financeiros (art. 21 n° 8 al. b)). O depositário deve verificar a

---

<sup>46</sup> Cfr. HOOGHIESMTRA SEBASTIAN “Chapter 17 – Depositary ...” cit., páginas 409 e 446;

<sup>47</sup> Cfr. HOOGHIESMTRA SEBASTIAN “Chapter 17 – Depositary ...” cit., páginas 409 e 446;

<sup>48</sup> Apresentamos como exemplos: conservador de registo e agente responsável por transferências.

propriedade dos ativos por parte do FIA ou do GFIA agindo em nome do FIA e manter um registo desses ativos que considera serem propriedade do FIA ou do GFIA agindo em nome do FIA. Deverá também, manter o registo atualizado da propriedade desses ativos. Para que o depositário possa manter o registo atualizado dos ativos deve inscrever nos seus registos, em nome do FIA, os ativos, incluindo os respetivos montantes nacionais, relativamente aos quais está certo de que o FIA ou o GFIA atuando em nome do FIA possui a titularidade, bem como poder apresentar em qualquer momento um inventário exaustivo e atualizado dos ativos do FIA, incluindo os respetivos montantes nacionais (art. 21 n° 8 al. b) ii e iii)).

Por questões de segurança, o depositário deve assegurar a aplicação de procedimentos para que os ativos registados não possam ser atribuídos, transferidos, trocados ou entregues sem que o depositário ou o seu delegado tenham sido informado dessas transações e que tenha rapidamente acesso às provas documentais de cada transação em causa<sup>49</sup>.

Naturalmente que, para o depositário cumprir as funções que lhe são adjacentes, será necessário que os GFIA lhe forneçam, quando inicia funções e numa base contínua, todas as informações relevantes de que necessita.

As funções do depositário vão muito mais para além da sua função principal que consiste na guarda de ativos. O depositário tem o dever de controlar a atuação do FIA, assegurando-se que o mesmo cumpre com os requisitos previstos na legislação aplicável, regulamento ou instrumentos constitutivos do FIA em relação às seguintes matérias (art. 21° n° 9): - venda, emissão, resgate, reembolso e anulação de unidades de participação ou ações do FIA (alínea a) do art. 21° n° 9); - cálculo do valor das unidades de participação ou ações do FIA (alínea b) do art. 21° n° 9) ; - Instruções do GFIA (alínea c) do art. 21° n° 9); - cumprimento temporal nas transações relativas aos ativos do FIA (alínea d) do art. 21° n° 9); - distribuição do rendimento (alínea e) do art. 21° n° 9).

Em termos gerais, a função de controlo do depositário pressupõe uma verificação *ex ante* e um controlo *ex post*. Quanto à verificação *ex ante*, ele tem de saber o que vai assumir. Para poder assegurar o cumprimento das suas funções de controlo, o

---

<sup>49</sup> Cfr. HOOGHIESMTRA SEBASTIAN “Chapter 17 – Depositary ...” cit., páginas 409 e 446;



depositário deve, após ter sido designado como depositário, assegurar o risco associado à natureza, escala e complexidade da estratégia do FIA e da organização do GFIA. Nesta avaliação deverão ser tidos em conta vários fatores, como a dimensão do FIA e o tipo de ativos e os procedimentos implementados. De facto, consideramos que este é um dever mais do que razoável e que permite ao depositário estar ciente daquilo que terá em mãos. Quanto ao controlo *ex post*, o depositário deve proceder a controlos regulares e a verificações dos processos e procedimentos que estão sob a responsabilidade do GFIA ou de um terceiro. Refira-se que este controlo não é menos importante que o anterior. O depositário deve também garantir que as políticas e os procedimentos de avaliação são efetivamente aplicados e revistos periodicamente<sup>50</sup>.

Para que o depositário possa cumprir com as suas obrigações é expectável que ele disponha de procedimentos adequados que lhe permitam, caso detete alguma irregularidade, notificar as autoridades competentes desse incumprimento. Assim sendo, o depositário deve fornecer informações sobre os seus procedimentos a pedido das entidades competentes<sup>51</sup>.

Para podermos concretizar aquilo que vem sendo dito sobre cada um dos parâmetros nos quais o depositário deve assegurar o controlo dos ativos, iremos abordar em particular cada uma das obrigações mais relevantes a cargo do depositário. Começamos com as obrigações referentes à subscrição e reembolso. No âmbito das obrigações do depositário em matéria de subscrição e reembolso, o depositário deve assegurar-se de que o FIA, o GFIA ou a entidade nomeada estabelecem e aplicam um procedimento adequado e coerente para: i) conciliar as ordens de subscrição com as receitas decorrentes da subscrição e o número de unidades de participação ou ações emitidas com as receitas de subscrição recebidas pelo FIA; ii) conciliar as ordens de reembolso com os reembolsos efetuados e o número de unidades de participação ou ações anuladas com os reembolsos pagos pelo FIA; e iii) verificar periodicamente a adequação do procedimento de conciliação) (art. 21º nº 7) <sup>52</sup>.

O depositário deve assegurar e verificar periodicamente que os procedimentos respeitantes à venda, emissão, resgate, reembolso e anulação de ações ou unidades de participação do FIA se efetuam nos termos da legislação aplicável e do regulamento ou

---

<sup>50</sup> Cfr. HOOGHIESMTRA SEBASTIAN “Chapter 17 – Depositary ...” cit., página 431;

<sup>51</sup> Cfr. HOOGHIESMTRA SEBASTIAN “Chapter 17 – Depositary ...” cit., Páginas 409 e 446;

<sup>52</sup> Cfr. HOOGHIESMTRA SEBASTIAN “Chapter 17 – Depositary ...” cit., páginas 432 e 433;

dos instrumentos constitutivos do FIA e verificar que todos os procedimentos são efetivamente aplicados ( art. 21º nº 7). A frequência dos controlos do depositário deve ser coerente com a frequência das subscrições e reembolsos. Este tipo de obrigações terá de ser adaptado caso estejamos perante fundos de carácter estritamente fechado.

No âmbito das obrigações em matéria de avaliação das ações/unidades de participação, o depositário deve assegurar que o valor destas é calculado de acordo com a legislação nacional aplicável, as regras do FIA e de acordo com o disposto no art. 19º da Diretiva. Para que o depositário possa cumprir as obrigações referidas, será necessário: que ele verifique numa base contínua que foram criados e aplicados procedimentos adequados e coerentes para a avaliação dos ativos do FIA; e garantir que as políticas e os procedimentos de avaliação são efetivamente aplicados e revistos periodicamente. Cabe aos GFIA assegurar a avaliação correta e independente dos ativos do FIA. Assim, a função do depositário não é a de sistematicamente recalculer o valor destes, mas assegurar que são implementados os procedimentos adequados à correta avaliação dos ativos. Ao criar os seus procedimentos de avaliação o depositário deve ter um entendimento claro das metodologias de avaliação utilizadas pelo GFIA ou pelo avaliador externo para avaliar os ativos do FIA. Salientamos novamente que a frequência dos controlos feitos pelo depositário deve ser coerente com a frequência da avaliação dos ativos do FIA<sup>53</sup>.

Sempre que o depositário conclua que a avaliação feita não está em conformidade com a legislação aplicável ou com o regulamento do FIA, deve notificar o GFIA e/ou FIA e assegurar-se que, se não forem adotadas em tempo útil as medidas corretivas na defesa dos interesses dos investidores do FIA, foram transmitidas todas as informações necessárias para que o mecanismo de alerta seja ativado com sucesso. Se tiver sido nomeado um avaliador externo, o depositário tem que verificar se essa nomeação foi feita em conformidade com a legislação aplicável. Percebemos através destas disposições que consistem em deveres do depositário, o interesse perseguido através da Diretiva: a proteção dos investidores e a sua salvaguarda. Estas imposições resultam da necessidade de serem estabelecidos métodos e procedimentos rigorosos com o fim de determinarem um controlo efetivo de todos os ativos.

---

<sup>53</sup> Cfr. HOOGHIESMTRA SEBASTIAN “*Chapter 17 – Depositary ...*” cit., páginas 433 e 434;

Sobre as obrigações em matéria de execução das instruções do GFIA, por regra o depositário deverá executar as instruções do GFIA, tal não sucederá se as mesmas forem contrárias à legislação nacional aplicável ou ao regulamento ou aos instrumentos constitutivos do FIA. O depositário deverá, atendendo ao *supra* mencionado, estabelecer e aplicar procedimentos adequados para verificar se o FIA e o GFIA respeitam a legislação e os regulamentos aplicáveis e o regulamento e os instrumentos constitutivos do FIA<sup>54</sup>. Será necessário também criar e aplicar um procedimento progressivo para o caso de o FIA ter infringido os limites em matéria de alavancagem estabelecidos nos documentos de oferta do FIA, sendo que esta obrigação surge como sendo de redobrada importância tendo em conta os interesses manifestados. As obrigações acabadas de referir surgem-nos como sendo sobretudo reativas, no entanto, o depositário pode adotar uma abordagem *ex ante*, se a considerar adequada e com o acordo do GFIA.

O depositário deve criar um procedimento destinado a detetar qualquer situação em que uma remuneração relacionada com as operações que envolvam os ativos do FIA ou do GFIA atuando em nome do FIA não seja entregue ao FIA nos prazos habituais, notificar o GFIA e, sempre que a situação não tenha sido resolvida solicitar a restituição dos instrumentos financeiros à contraparte, na medida do possível.

Percebemos através das várias obrigações e deveres a que os depositários estão sujeitos, que a implementação de procedimentos é algo que deve estar estruturado de uma forma bastante clara, concisa e que permita dar uma resposta imediata no caso de surgir uma qualquer situação anómala ou patológica.

No que concerne às operações de transação de ativos, o depositário deve assegurar que nas operações envolvendo os ativos do FIA, a contrapartida seja entregue dentro dos prazos considerados habituais nesse tipo de transação (art. 21º nº 9 al.d)). O cumprimento da obrigação acabada de referir, impõe que sejam preenchidas as seguintes exigências: o depositário deve ter um procedimento adequado para a deteção de qualquer situação que envolva os ativos do FIA, quando não sejam entregues durante o período de tempo considerado normal. Nesse caso, o depositário deve notificar o GFIA. E a segunda exigência prende-se com a necessidade de, quando as transações não

---

<sup>54</sup> São abrangidos domínios como, por exemplo, a verificação da coerência dos investimentos do FIA com a sua respetiva estratégia de investimento, tal como descrita no regulamento e nos documentos de oferta do FIA, e a garantia de que o FIA não viola quaisquer restrições nessa matéria.

tenham lugar num mercado regulamentado, os prazos habituais devem ser apreciados, tendo em conta as condições associadas às transações. Este será o caso, por exemplo, dos contratos sobre instrumentos derivados do mercado de balcão ou investimentos em ativos imobiliários ou em empresas não cotadas.

No que toca às obrigações em matéria de distribuição dos rendimentos do FIA, o depositário deve assegurar que o cálculo dos rendimentos líquidos, uma vez declarados pelo GFIA, é aplicado em conformidade com o regulamento e os instrumentos constitutivos do FIA e com a legislação nacional aplicável (art. 21º nº 9 al.b)). O depositário deverá assegurar que são tomadas medidas adequadas sempre que os auditores do FIA tenham expressado reservas no que diz respeito às demonstrações financeiras anuais. Relacionado com esta obrigação, e para o bom funcionamento do mercado no seu todo, será também necessário que o FIA ou GFIA atuando em nome do FIA transmitam ao depositário todas as informações sobre as reservas expressas relativamente às demonstrações financeiras. Indo um pouco mais além, o depositário verificará a exaustividade e a exatidão dos pagamentos de dividendos, uma vez declarados pelo GFIA, e se for caso disso, da comissão de desempenho. Esta será uma obrigação a ser desempenhada pelo depositário que mais críticas e problemas poderá levantar. Por último quanto a estas obrigações, sempre que o depositário considerar que o cálculo dos rendimentos não foi efetuado em conformidade com a legislação aplicável ou com o regulamento ou os instrumentos constitutivos do FIA, deve notificar o GFIA e/ou o FIA e assegurar que sejam tomadas em tempo útil medidas corretivas na defesa dos interesses dos investidores do FIA<sup>55</sup>.

Quanto às obrigações de acompanhamento dos fluxos de caixa, o depositário deve assegurar que os fluxos de caixa são devidamente acompanhados. Em particular, deve assegurar o acompanhamento de todos os pagamentos efetuados pelos investidores ou em nome destes aquando da subscrição de unidades de participação ou ações num FIA foram recebidos e que todo o numerário do FIA foi registado corretamente em contas abertas em nome do FIA ou do GFIA que age em nome deste, ou em nome do depositário, agindo em nome do FIA (art. 21º nº7). Os fundos dos FIA devem ser

---

<sup>55</sup> Cfr. HOOGHIESMTRA SEBASTIAN “*Chapter 17 – Depositary ...*” cit., páginas 435 e 436;

registados numa ou mais contas, abertas em nome do próprio FIA, do GFIA agindo em nome do FIA ou do depositário agindo em nome do FIA<sup>56</sup>.

Quando se trate de depósitos de fundos de clientes de países terceiros, o depositário deve assegurar que são aplicados os adequados procedimentos por esse país no sentido de guardar os ativos do FIA, em especial os casos de insolvência. Nestes casos em concreto, o depositário deve ter em conta o regime legal desse país terceiro, isto porque poderão ser afetados os direitos dos FIA. O depositário deve assegurar-se que os fundos de caixa do FIA são devidamente acompanhados. Como pré-requisito a Diretiva requer que o depositário tenha acesso a toda a informação necessária para poder desempenhar corretamente as suas funções. O depositário deverá aplicar procedimentos efetivos e adequados a fim de conciliar todos os movimentos de fluxos de caixa e realizar diariamente essas conciliações ou, em caso de movimentos de caixa pouco frequentes, sempre que ocorrem esses movimentos de caixa. Terá ainda sob a sua alçada, o dever de aplicar procedimentos adequados para identificar no final do dia útil os fluxos de caixa significativos e, em especial, aqueles que possam ser incompatíveis com as operações do FIA. No âmbito das suas funções, terá ainda que examinar periodicamente a adequação destes procedimentos, nomeadamente, através de um exame completo do processo de conciliação efetuado pelo menos uma vez por ano, e garantir que as contas em numerário abertas em nome do FIA, do GFIA atuando em nome do FIA são incluídas no processo de conciliação.

Atendendo ao que foi dito até agora, será fácil percebermos que o depositário deverá acompanhar numa base contínua os resultados das conciliações e ações realizadas em resultado de eventuais discrepâncias identificadas pelos procedimentos de conciliação e notificar o GFIA se qualquer irregularidade não tiver sido rapidamente corrigida e ainda as autoridades competentes caso a situação não possa ser esclarecida e/ou corrigida. Numa tarefa de autocontrolo, deverá verificar a coerência dos seus próprios registos, das posições de caixa com os do GFIA.

Os GFIA devem assegurar que todas as instruções e informações relacionadas com as contas em numerário, abertas junto de terceiros são enviadas ao depositário, de

---

<sup>56</sup> No caso do depositário, ele deverá assegurar-se que todos os fundos relativos aos FIA estão registados em contas abertas num banco central, numa instituição de crédito europeia ou num banco.

modo a que o depositário possa executar o seu próprio procedimento de conciliação (art. 12º nº 1 al. e).

O depositário deve verificar que os fluxos de caixa são devidamente acompanhados. Para esse fim, ele deve verificar que existem procedimentos efetivamente implementados para acompanhar os fluxos de caixa dos FIA. Estes procedimentos devem ser analisados de uma forma periódica, para que possa ser testado o seu funcionamento<sup>57</sup>. O cumprimento das obrigações de acompanhamento dos fluxos de caixa pressupõe que o depositário tenha uma panorâmica clara de todas as entradas e saídas de caixa do FIA em todas as circunstâncias. O GFIA deve assegurar que o depositário receba, sem atrasos indevidos, informações exatas relativas a todos os fluxos de caixa, nomeadamente com terceiros junto dos quais abriu uma conta em numerário do FIA.

Relativamente às várias situações previstas pela Diretiva que poderão ocorrer e ter um impacto sobre a capacidade do depositário para fazer o acompanhamento dos fluxos de caixa, a Diretiva distingue consoante as seguintes situações: a conta é aberta pelo depositário, a conta é aberta por um terceiro no nome do depositário e por fim a conta é aberta por um terceiro em nome do FIA ou em nome do GFIA em representação do FIA (art. 21º nº 7 ). Nos primeiros dois casos, o depositário tem total conhecimento das entradas e saídas e não poderá haver nenhuma transferência sem o seu conhecimento. No entanto, quanto à última opção, o depositário terá claramente que confiar na informação fornecida pelo terceiro. Quando as contas são abertas pelo depositário, ele mesmo pode fazer o acompanhamento dos fluxos de caixa, nos outros casos essa tarefa poderá ser levada a cabo pelos GFIA, os seus contabilistas ou um terceiro que forneça o mesmo serviço (ESMA/2011/379).

Relativamente ao acompanhamento dos fluxos de caixa, tivemos a oportunidade de verificar que esta função consiste meramente num controlo das operações e numa certificação de que todos os procedimentos estão corretamente implementados.

---

<sup>57</sup> Cfr. HOOGHIESMTRA SEBASTIAN “*Chapter 17 – Depositary ...*” cit., páginas 438;

### 3.4- DELEGAÇÃO DE FUNÇÕES

A delegação de funções de custódia num terceiro não dispensa o depositário do cumprimento das suas funções (art. 21 n° 13 da Diretiva)<sup>58</sup>. O depositário apenas pode delegar em terceiros as funções de guarda de ativos (art. 21 n° 11 da Diretiva). No entanto, e mesmo tendo em conta a especificidade desta atividade concreta que pode ser delegada, é necessário encontrarem-se preenchidas determinadas condições, que vêm prevista nas várias alíneas do n° 11 do art. 21° da Diretiva. Desde logo, esta delegação não poderá ter como intuito ou objetivo final a violação do espírito imposto por esta Diretiva. Isto é, as funções não podem ser delegadas com o intuito de evitar o cumprimento dos requisitos impostos pela Diretiva. Será facilmente perceptível e aceitável que um depositário queira delegar funções por entender que se encontram respeitadas razões objetivas para a delegação. Entendem-se como razões objetivas, por exemplo, um determinado depositário ter experiência relacionada com certos bens ou com uma específica região. Para que possa haver delegação de funções, será necessário o depositário ter usado toda a competência, zelo e diligência na seleção e nomeação dos terceiros em quem pretenda delegar parte das suas funções e continuar a usar toda a competência, zelo e diligência na revisão periódica e no acompanhamento contínuo dos terceiros em quem tenha delegado parte das suas funções e das posições por estas tomadas em relação às funções delegadas.

Quando o depositário pretender delegar funções, será necessário que o terceiro preencha a todo o tempo as condições necessárias ao exercício das funções delegadas, isto é: i) ter as estruturas e os conhecimentos adequados e proporcionais à natureza e à complexidade dos ativos do FIA ou do GFIA agindo em nome do FIA que lhe tenham sido confiados; ii) estar sujeito a regulamentação prudencial, incluindo requisitos mínimos de fundos próprios, e supervisão eficazes na jurisdição em causa e estar sujeito a auditorias externas periódicas destinadas a assegurar que os instrumentos financeiros continuam na sua posse<sup>59</sup>.

Caso a legislação de um país terceiro exija que certos instrumentos financeiros sejam mantidos em custódia por uma entidade local e esta não cumpra estes requisitos,

---

<sup>58</sup> Cfr. PARTSCH THIBAUT E MULLMAIER JÉRÔME “*Chapter 11 – Delegation*”, Alternative Investment Fund Managers Directive, Wolters Kluwer, 2012, Páginas 217-236; e HOOGHIESMTRA SEBASTIAN “*Chapter 17 – Depositary ...*” cit., páginas 439-445;

<sup>59</sup> Cfr. PARTSCH THIBAUT E MULLMAIER JÉRÔME “*Chapter 11 – Delegation*”, cit., páginas 217-236; e Cfr. HOOGHIESMTRA SEBASTIAN “*Chapter 17 – Depositary ...*” cit., páginas 439-445;

o depositário pode delegar funções nessa entidade, embora unicamente na medida em que a legislação do país terceiro o exija e enquanto não existirem entidades locais que satisfaçam os requisitos de delegação nas seguintes condições (art. 21º nº 6 ):

- a) Os investidores do FIA tenham sido devidamente informados de que a delegação é necessária por força de restrições jurídicas decorrentes da lei do país terceiro e das circunstâncias que justificam a delegação antes do investimento;
- b) O FIA ou GFIA agindo em nome do FIA encarregar o depositário de delegar a custódia dos instrumentos financeiros na entidade local em causa;
- c) O terceiro preencha a todo o tempo as condições necessárias ao exercício das funções delegadas:
  - i) Ter separado os ativos dos clientes do depositário dos seus próprios ativos e dos ativos do depositário para que tais ativos possam, em qualquer momento, ser claramente identificados como pertencentes aos clientes de um depositário determinado;
  - ii) Não utilizar os ativos sem o consentimento prévio do FIA ou do GFIA agindo em nome do FIA e sem notificar previamente o depositário; e
  - iii) Cumprir com as obrigações gerais que recaem sobre o depositário nesta matéria.

Para além do dever de diligência, aquando da escolha do terceiro, recaem sobre o depositário obrigações de diligência após a escolha (art. 21 nº 11 al. c)). No fundo, encontramos neste tema a necessidade de ser feito um acompanhamento contínuo por parte do depositário. Assim, o depositário aplicará um procedimento documentado e adequado de acompanhamento contínuo do delegado, o qual deve ser revisto, pelo menos uma vez ao ano, e ser disponibilizado, mediante pedido, às autoridades competentes. Será efetuado por parte do depositário o acompanhamento do desempenho do terceiro e a sua conformidade com as normas do depositário. Será imprescindível assegurar que o terceiro exerce um nível elevado de zelo, prudência e diligência no desempenho das suas funções de custódia, e, em especial, que separa efetivamente os instrumentos financeiros. Por fim, o depositário deverá analisar os riscos de custódia associados à decisão de confiar os ativos ao terceiro e notificar rapidamente o FIA ou o GFIA de quaisquer alterações desses riscos. Essa análise deve ser baseada nas



informações fornecidas pelo terceiro e noutros dados e informações, se estiverem disponíveis<sup>60</sup>.

### 3.5- A RESPONSABILIDADE<sup>61</sup>

Como pudemos constatar *supra*, o depositário tem como principal função a guarda de ativos. Relativamente a este dever/obrigação a Diretiva distingue entre instrumentos financeiros que devem ser mantidos em custódia e outros ativos (artigo 21 n° 8). Esta divisão é fundamental para percebermos os níveis de responsabilidade do depositário<sup>62</sup>.

Iniciámos o nosso Capítulo III com uma referência à fraude levada a cabo por Bernard Madoff e a bancarrota da Lehman Brothers, e é certo que esses acontecimentos despoletaram uma enorme perda de ativos. Esta perda leva-nos a discorrer sobre os deveres do depositário mas acima de tudo acerca das responsabilidades nas quais incorrem neste tipo de casos<sup>63</sup>.

O depositário é responsável perante o FIA ou os investidores do FIA pela perda seja por ele diretamente ou por terceiro em quem a manutenção de instrumentos mantidos sob custódia tenha sido delegada (artigo 21 n° 12 da Diretiva)<sup>64</sup>.

Em caso de perda de um instrumento financeiro mantido sob custódia, o depositário deve sem demora devolver ao FIA ou ao GFIA agindo em nome do FIA um instrumento financeiro do mesmo tipo ou de montante correspondente<sup>65</sup> (artigo 21 n° 12, 2º parágrafo da Diretiva). Esta situação não é aplicável a depositários que apenas detêm uma posição (contratos financeiros ou depósitos). Nestas situações, o depositário não é considerado obrigado na guarda de ativos. Não está a exercer funções de custódia. O depositário não é responsável se puder provar que a perda ocorreu devido a acontecimentos externos que estejam fora do seu controlo razoável e cujas

---

<sup>60</sup> Cfr. PARTSCH THIBAUT E MULLMAIER JÉRÔME “*Chapter 11 – Delegation*”, cit., Páginas 217-236; e Cfr. HOOGHESMTRA SEBASTIAN “*Chapter 17 – Depositary ...*” cit., páginas 439-445;

<sup>61</sup> Nos termos do art. 29 n° 4 do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo, a entidade gestora e o depositário respondem solidariamente perante os participantes, nomeadamente no cumprimento dos deveres legais e regulamentares aplicáveis.

<sup>62</sup> CHRISTOPHE CLERC & JACQUES DEEGE “*Chapter 18 - The AIF Depositary’s Liability for Lost Assets*”, The Alternative Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds

<sup>63</sup> Cfr. CLER CHRISTOPHE AND DEEGE JACQUES “*Chapter 18 – The AIF Depositary’s ...*”, cit., páginas 447-454; e Cfr. SIENA JOHN “*Chapter 19 – Depositary Liability – A Fine Mess and How to Get Out of It*” Alternative Investment Fund Managers Directive, Wolters Kluwer, 2012, Páginas 455-487

<sup>64</sup> Cfr. SIENA JOHN “*Chapter 19 – Depositary Liability – A Fine Mess...*”, cit., Páginas 455-487

<sup>65</sup> Algo similar acontece na lei francesa no art. L. 214-10, I do Código Financeiro e Monetário francês.

consequências não poderiam ter sido evitadas apesar de todos os esforços razoáveis em contrário. O depositário é responsável perante o FIA ou os investidores do FIA por quaisquer outras perdas que sofram em resultado do incumprimento intencional ou por negligência, pelo depositário, das obrigações que sobre ele impendem por força da presente Diretiva (artigo 21 n° 12, 2° e 3° parágrafo).

Os ativos deverão ser devolvidos nas condições em que estavam na data do pedido de devolução, especificando-se que o depositário não é responsável por qualquer risco de mercado, que pode levar a uma diminuição do valor dos títulos<sup>66</sup>.

O recurso ao regime de delegação em que o depositário confia uma parte das suas obrigações a terceiros aumentou significativamente nos últimos anos. O uso deste mecanismo, poderá ser feito pelo próprio depositário voluntariamente, por motivos de eficiência económica ou numa base obrigatória, devido às imposições de algumas jurisdições<sup>67</sup>.

O depositário apenas poderá delegar num terceiro as suas funções de guarda de ativos. No entanto não poderá delegar a monitorização dos fluxos de caixa e as suas funções de supervisão (artigo 21 n° 7 e n° 9 da Diretiva).

A delegação apenas é permitida sob certas condições (artigo 21 n° 11). O depositário apenas pode delegar em terceiros as funções de guarda de ativos previstos no n° 8 do artigo 21°, isto é, a guarda sob custódia dos instrumentos financeiros que possam ser registados numa conta de instrumentos financeiros aberta nos livros do depositário e todos os instrumentos financeiros que possam ser fisicamente entregues ao depositário. O depositário pode delegar em terceiros as funções que acabamos de referir nas seguintes condições (art. 21 n° 11): a) as funções não serem delegadas com o intuito de evitar o cumprimento dos requisitos da Diretiva; b) o depositário poder provar que existem razões objetivas para a delegação; c) o depositário ter usado toda a competência, zelo, e diligência na seleção e nomeação dos terceiros em quem queira delegar parte das suas funções e continuar a usar toda a competência, zelo e diligência na revisão periódica e no comportamento contínuo dos terceiros em quem tenha delegado parte das suas funções e das disposições por estes tomadas em relação às

---

<sup>66</sup> Cfr. SIENA JOHN “*Chapter 19 – Depositary Liability – A Fine Mess...*”, cit., página 466 e Cfr. CLER CHRISTOPHE AND DEGGE JACQUES “*Chapter 18 – The AIF Depositary’s ...*”, cit., páginas 447-454

<sup>67</sup> Cfr. CLER CHRISTOPHE AND DEGGE JACQUES “*Chapter 18 – The AIF Depositary’s ...*”, cit., página 450

funções delegadas; e por fim, o depositário ter assegurado que o terceiro preenche a todo o tempo as condições necessárias para o desempenho das funções delegadas<sup>68</sup>.

Para podermos respeitar a forma necessária na medida em que haja uma delegação corretamente estabelecida, é necessário um contrato escrito em que estejam previstos os objetivos da delegação e assim delimitar o seu âmbito. Para além desta previsão, será necessário estabelecer no contrato, os procedimentos e meios postos em prática pelo depositário para assegurar o controlo das operações realizadas pelo terceiro/delegado.

Em caso de perda de um instrumento financeiro mantido sob custódia, o depositário não é responsável se puder provar que (artigo 21 nº 13 da Diretiva): i) a ocorrência que levou à perda não resulta de ato ou omissão da sua parte ou de um terceiro que tem a custódia; ii) não poderia ter razoavelmente evitado a ocorrência que deu origem à perda apesar de ter adotado todas as precauções que incumbem a um depositário diligente de acordo com as práticas comuns do setor. Considera-se existir um acontecimento externo, fora do controlo razoável e cujas consequências não poderiam ter sido evitadas quando: estejam em causa acontecimentos naturais fora do controlo ou influência humana; ocorra a adoção de qualquer lei, decreto, regulamento, decisão ou ordem por qualquer Governo ou organismo governamental, incluindo qualquer órgão jurisdicional que tenha impacto sobre os instrumentos financeiros mantidos sob custódia; ocorra uma guerra tumultos ou outras perturbações importantes. Não é considerado acontecimento externo, fora do controlo razoável e cujas consequências não poderiam ter sido evitadas quando: ocorram erros de contabilidade, falhas operacionais, fraude e haja lugar à não aplicação dos requisitos em matéria de separação a nível do depositário ou de um terceiro em quem a custódia de instrumentos financeiros tenha sido delegada.

Em caso de perda de um instrumento financeiro mantido sob custódia, o depositário exonera-se da responsabilidade, se puder provar que apesar do exercício rigoroso e

---

<sup>68</sup> As condições necessárias para o desempenho das funções delegadas são as seguintes: i) ter as estruturas e os conhecimentos adequados e proporcionados à natureza e complexidade dos ativos do FIA ou do GFIA agindo em nome do FIA que lhe tenham sido confiados; ii) para a delegação das funções de custódia estar sujeito a regulamentação prudencial, incluindo requisitos mínimos de fundos próprios, e supervisão eficazes na jurisdição em causa e estar sujeito a auditorias externas periódicas destinadas a assegurar que os instrumentos financeiros continuam na sua posse; iii) ter separados os ativos dos clientes do depositário dos seus próprios ativos e dos ativos do depositário para que tais ativos possam, em qualquer momento, ser claramente identificados como pertencentes aos clientes de um depositário determinado; iv) não utilizar os ativos sem o consentimento prévio do FIA ou do GFIA agindo em nome do FIA e sem notificar previamente o depositário.

exaustivo do dever de diligência, não podia impedir a perda (art. 21 n° 13 e n° 14 da Diretiva).

Considera-se que existe um exercício rigoroso e exaustivo do dever de diligência quando o depositário estabelece, executa, aplica e mantém estruturas e procedimentos e garante as competências adequadas e proporcionadas à natureza e complexidade dos ativos do FIA, a fim de identificar em tempo útil e de acompanhar de forma contínua os acontecimentos externos que possam resultar na perda de um instrumento financeiro mantido sob custódia. O depositário será diligente se informar o GFIA dos riscos significativos identificados e, se for caso disso, tomar as medidas adequadas para impedir ou atenuar a perda de instrumentos financeiros mantidos sob custódia, caso tenham sido identificados acontecimentos externos reais ou potenciais, suscetíveis de apresentar um risco significativo em termos de perda de um instrumento financeiro mantido sob custódia (art. 21° n° 16).

A regra geral é, conforme referimos, que o depositário é responsável ainda que tenha havido delegação (artigo 21 n° 13 da Diretiva). Contudo, o depositário pode exonerar-se da sua responsabilidade em determinados casos, nomeadamente se a delegação tiver cumprido com as exigências legais. Tal exoneração ocorre desde logo no caso de se ter celebrado um contrato escrito entre o depositário e o terceiro em que se transfere expressamente a responsabilidade do depositário para o terceiro e permita ao FIA, ou ao GFIA agindo em nome do FIA, apresentar queixa contra o terceiro relativamente à perda dos instrumentos financeiros ou ao depositário apresentar uma queixa similar em nome do FIA ou do GFIA agindo em nome do FIA, também haverá lugar à exoneração da responsabilidade. O efeito exoneratório produz-se igualmente se tiver sido celebrado um contrato escrito entre o depositário e o FIA ou o GFIA agindo em nome do FIA que permita expressamente que o depositário se exonere da sua responsabilidade e estipula a razão objetiva<sup>69</sup> da contratação de tal exoneração (artigo 21 n° 13 alíneas a) b) e c)).

O depositário poderá ainda exonerar-se da sua responsabilidade quando a legislação de um país terceiro exija que certos instrumentos financeiros sejam mantidos em

---

<sup>69</sup> Para termos razões objetivas para contratualizar uma exoneração, elas necessitam ser: i) limitadas a circunstâncias precisas e concretas características de uma determinada atividade; e ii) coerentes com as políticas e decisões do depositário. As razões objetivas devem ser estabelecidas cada vez que o depositário tencionar exonerar-se da sua responsabilidade.

custódia por uma entidade local e não haja entidades locais que cumpram com a regulamentação prudencial, incluindo requisitos mínimos de fundos próprios, e supervisão eficazes na jurisdição em causa e estando sujeitos a auditorias externas periódicas, desde que: a) o regulamento ou os instrumentos constitutivos do FIA em causa permitam expressamente essa exoneração; b) os investidores do FIA em causa tenham sido devidamente informados da exoneração e das circunstâncias que a justificam antes do investimento; c) o FIA ou o GFIA agindo em nome do FIA terem encarregado o depositário de delegar a custódia dos instrumentos financeiros em causa numa entidade local (artigo 21 n.º 14 Diretiva).

A responsabilidade perante os investidores do FIA pode ser invocada de forma direta ou indireta, através do GFIA, consoante a natureza jurídica da relação entre o depositário, o GFIA e os investidores (art. 21 n.º 15 Diretiva).

O depositário deve colocar à disposição das suas autoridades competentes, mediante pedido, todas as informações que obtenha no desempenho das suas funções e de que possam necessitar as autoridades competentes do FIA ou do GFIA. Se estas últimas forem diferentes das do depositário, estas devem partilhar sem demora as informações recebidas com as autoridades competentes do FIA ou do GFIA (art. 21 n.º 16).

Para que se considere existir uma perda é necessário que ela seja definitiva e que não haja qualquer perspectiva de recuperação do ativo (art. 21 n.º 12). Considera-se haver uma perda definitiva verificada uma das seguintes condições: a) seja demonstrado um alegado direito de propriedade do FIA, inválido por ter deixado de existir ou nunca ter existido; b) o FIA ser definitivamente privado do seu direito de propriedade sobre o instrumento financeiro; c) o FIA não pode, definitivamente, dispor diretamente ou indiretamente do instrumento financeiro.

A verificação pelo GFIA da perda de um instrumento financeiro deve respeitar um procedimento documentado facilmente acessível às autoridades competentes. Após determinação da perda, esta deve ser imediatamente notificada aos investidores num suporte duradouro<sup>70</sup>.

---

<sup>70</sup> Encontramos na lei portuguesa uma noção de suporte duradouro no artigo 2.º alínea l) do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo.

#### IV. PROBLEMAS QUE SE LEVANTAM COM O APARECIMENTO DA DIRETIVA

Na sequência do nosso estudo sobre as medidas regulatórias atinentes à Diretiva 2011/61 e em específico, sobre as alterações que vieram a ser introduzidas no regime do depositário, levantam-se várias questões. Desde logo, e como bem sabemos, a própria implementação da Diretiva sofreu várias críticas dos intervenientes nos mercados financeiros<sup>71</sup>. Para além dessas críticas, os próprios intervenientes políticos tiveram uma palavra a dizer sobre a implementação deste novo quadro regulatório<sup>72</sup>.

Vários intervenientes em FIA vieram a público demonstrar o seu descontentamento com a implementação desta Diretiva, por considerarem que se tratava de uma precipitação. Tal situação levou a que, muitos desses intervenientes se mostrassem imprevistos para fazer face às novas exigências. Uma das principais críticas prende-se com o facto de se querer acelerar a implementação de algo que se pretende de abrangência global. E para um consenso global e uma implementação de facto forte a nível prático, é necessário tempo e coordenação. Além disso, acabaria por estagnar o crescimento que os *Hedge Fund* vinham apresentando, em muito por causa da fraca regulação de que eram alvo. Somando a estas críticas, o facto dos FIA europeus estarem sujeitos a este quadro regulatório harmonizado, poderá permitir o desenvolvimento deste tipo de Fundos noutras jurisdições, como por exemplo o mercado asiático<sup>73</sup>. As reformas propostas tiveram impactos muito significativos, um dos quais merece ser explorado: a re-domiciliação dos investidores poderá trazer ao continente asiático aquilo que procura, sem ter feito nada para tal. Através destas exigências registadas ao longo do nosso estudo, poderemos antever um êxodo em massa dos investidores europeus. Aliado a esta possibilidade, está o facto da Ásia se mostrar cada vez mais popular neste segmento de mercado. O envolvimento regulatório harmonizado neste tipo de Fundos poderá ser uma oportunidade de ouro para o mercado financeiro asiático.

Subjacente à problemática da regulação, encontramos como problema de fundo o risco sistémico. A crise financeira teve a capacidade de nos mostrar as vulnerabilidades

---

<sup>71</sup> Cfr. WOLL, CORNELIA “*Lobbying under pressure : the effect of salience ...*”, cit., páginas 555-572

<sup>72</sup> Cfr. PAGLIARI, STEFANO, “*Who governs finance? The shifting public-private divide in the regulation of derivatives, rating agencies and hedge funds*” *European Law Journal*, vol 18, nº1 January 2012, páginas 44-61

<sup>73</sup> Os GFIA domiciliados no continente asiático que pretendam distribuir os seus fundos na Europa, terão de respeitar as condições impostas pela Diretiva.

do sistema financeiro como um todo, e demonstrou que os riscos que afetam um sector se podem espalhar rapidamente por todo o sistema financeiro, com sérias repercussões para todos os intervenientes nos mercados. O risco sistémico constitui a fonte das necessidades de implementação do quadro regulatório reforçado e pretendido com esta Diretiva. A necessidade do aparecimento desta Diretiva, integrou-se num programa bastante ambicioso que visou alargar a regulação e supervisão a todos os intervenientes e atividades financeiras que comportem riscos significativos. Esta mesma necessidade foi salientada pelo Parlamento Europeu e pelo Grupo de Alto Nível sobre a Supervisão Financeira presidido por Jacques de Larosière<sup>74</sup>. Os GFIA são responsáveis pela gestão de um volume significativo de ativos investidos na União Europeia, representando assim, uma parte significativa da negociação em mercados de instrumentos financeiros (considerando 1 da Diretiva). Consequentemente, a crise financeira veio por a descoberto a vulnerabilidade dos GFIA a toda uma série de riscos que tem de ser controlada<sup>75</sup>.

No entanto, surge a dúvida sobre sabermos se a implementação do quadro regulatório através de uma Diretiva é a medida mais adequada, proporcional e que neste momento faz mais sentido. Isto porque até à decisão assumida de o fazer, estivemos perante várias opiniões e possibilidades que iam em sentidos opostos. Poderiam ter sido equacionadas vias alternativas para a regulação e se essas mesmas vias não fossem resultando ao longo de períodos determinados (perspetivando-se prazos para o cumprimento de objetivos, sendo que no término destes teríamos de chegar a veredictos, sejam eles positivos ou não). Surgiram várias propostas no sentido de regular este tipo de fundo de investimento, e pela nossa parte levantaremos as hipóteses que nos parecem que poderiam ter aplicação. Como primeira alternativa, a regulação indireta. Esta consistiria essencialmente na educação dos investidores e na regulação das contrapartes dos *Hedge Funds*<sup>76</sup>. Desempenhariam um papel fundamental neste tipo de regulação, o correto desempenho e consequente respeito pelos deveres organizativos dos intermediários financeiros, os deveres fiduciários de diligência no investimento e no

---

<sup>74</sup> FERREIRA, ANTÓNIO PEDRO A., *O Governo das Sociedades e Supervisão Bancária – interação e complementaridades*, Quid Juris, 2009, páginas 181-190.

<sup>75</sup> Isto mesmo tendo em consideração que ficou demonstrado que os FIA não foram a causa da crise. Apesar de tudo, a pressão sobre o sector adensou-se e a ideia de um quadro regulatório adequado foi ganhando força.

<sup>76</sup> CÂMARA, PAULO, “*Manual de Direito ...*”, cit., páginas 801 -803. O Autor Dmitris CHORAFAS defendia que é necessário uma disciplina do próprio mercado, através da educação dos próprios intervenientes (investidores, entre outros). Cfr CHORAFAS, Dimitris, “*Highly leveraged institutions, regulators ...*”, cit., página 226 e seguintes .

financiamento de *Hedge Funds*. Outra das possibilidades seria a auto-regulação. De notar as diversas recomendações por parte da *Alternative Investment Management Association*<sup>77</sup>. Neste tipo de regulação, é acentuada a tónica sobre as técnicas de *comply or explain*, isto é, os fundos devem prestar informação sobre se seguem as recomendações ou, caso não as sigam, explicar as razões que os levaram a esse resultado<sup>78</sup>. Talvez não tivesse sido totalmente descabido optar por uma destas possibilidades antes da implementação da Diretiva. Assegurar-se-ia assim uma entrada na regulação e supervisão dos *Hedge Funds* de uma forma paulatina e com a introdução de princípios que seriam mais tarde reforçados através de medidas no âmbito da Diretiva. A nossa ideia, é que o impacto da Diretiva poderá ser demasiado forte e o período de adaptação também ele maior do que o previsto, isto porque as diferenças apresentadas pela Diretiva são significativas. O pré e o pós Diretiva poderá assumir-se como um choque demasiado grande. Parece-nos que a escolha de uma Diretiva representa um equilíbrio razoável entre a harmonização e a flexibilidade. A escolha de uma Diretiva deixa aos Estados Membros um grau de flexibilidade para decidirem em matéria da adaptação das suas ordens jurídicas ao novo enquadramento, o que está em conformidade com o princípio da subsidiariedade. No entanto, reforçamos a ideia sobre as medidas pré Diretiva que poderiam ter sido implementadas e talvez assim, os intervenientes no mercado financeiro pudessem ter alterado a sua abordagem no que diz respeito às possíveis mudanças neste sector e acolher as medidas regulatórias com uma visão mais alargada e conscienciosa.

Outro dos problemas que se levanta, prende-se com as consequências que a regulação demasiado rígida poderá trazer consigo. Isto é, as necessidades naturais dos *Hedge Funds* poderão ser obstruídas, sobretudo por se classificarem como flexíveis no seu modo de operar, nomeadamente na escolha de produtos financeiros nos quais pretendem investir, uma apertada regulação (normalmente dirigida a proteger os pequenos investidores) poderá trazer uma desconexão assaz grande que acabará por desvirtuar os objetivos pretendidos. Esta iniciativa regulatória acaba por ter um efeito que não é de todo desejado pelos intervenientes deste tipo de fundos de investimento: aproxima-os dos Fundos Harmonizados perdendo assim as suas características

---

<sup>77</sup> CÂMARA, PAULO, “*Manual de Direito ...*”, cit., página 802.

<sup>78</sup> CÂMARA, PAULO, “*Manual de Direito ...*”, cit., página 802.



distintivas<sup>79</sup>. Uma das consequências mais naturais no seguimento disso, será um desempenho mais fraco por parte dos *Hedge Funds* do que aquilo que tinha sido até aqui.

Analisando no seu todo, acabamos por referir alguns dos problemas que esta Diretiva traz consigo. No fundo, seria sempre de esperar alguns problemas e críticas quando se está a tratar da implementação de uma Diretiva sobre um tema que não tem tido destaque (muito por interesse próprio) no que concerne à sua regulação e supervisão. Acabamos por defender uma certa proporcionalidade e harmonia no que toca a este tema. Passando de facto, para aquilo que nos ocupamos em grande medida e mais em concreto, vamos agora discutir os porquês e os senões de uma regulação global ao nível do depositário.

Começamos por relembrar o grande porquê deste incentivo regulatório: a redução dos riscos em voltarmos a assistir a uma nova fraude da dimensão daquela que nos foi imposta por Madoff. Uma das premissas mais básicas mas também mais determinante, prende-se com a confiança do mercado. Para que qualquer investimento possa ser garantido, para que qualquer risco possa ser tomado, o passo determinante só poderá ser dado existindo confiança. A fraude levada a cabo por Madoff, que teve uma longa duração pois prolongou-se por 16 anos, adicionando-a a outros escândalos financeiros, abalou e muito a confiança no e do próprio mercado<sup>80</sup>. Uma das razões para que isto fosse possível, prendeu-se com a falta de informação acerca dos objetivos e natureza das atividades dos *Hedge Funds*, que não chegavam aos reguladores de mercado independentes. Esta ineficiência, levou a que pudessem ser aproveitados os vazios legais para potenciar ilegalmente um esquema fraudulento. Recorde-se que até ao Dodd-Frank Act, não havia praticamente regulação neste tipo de fundos. Ao nível europeu, e com a chegada desta Diretiva, este perigo está afastado.

A quantidade de obrigações que impendem sobre os depositários tem como pano de fundo uma atuação concisa, global e firme que pretende regular no seu todo a

---

<sup>79</sup> Cfr. STULZ, RENE, “*Hedge Funds: past, present and ...*”, cit., páginas 1-37. Está presente ao longo de todo o texto que o Autor vê os *Hedge Funds* como sendo fundos totalmente à parte dos fundos de investimento harmonizados. Este texto data de 2007, e já nesta época o Autor conseguia perceber que efetivamente o que caracterizava os *Hedge Funds* eram as suas estratégias de investimento muito arriscadas e que por isso potenciavam o ganho em somas astronómicas mas acima de tudo, o Autor conseguia visualizar uma apertada regulação a este tipo de fundos no futuro.

<sup>80</sup> NICHOLS, CHERYL, “*Addressing Inept SEC Enforcement Efforts: Lessons from Madoff, the Hedge Fund Industry...*”, cit., páginas 637-698.

atuação dos depositários. É muito importante acompanhar esta regulação exaustiva com a separação de funções necessárias neste tipo de coisas: separação entre guarda de ativos e gestão dos mesmos. Já percebemos que é impossível concentrar estas duas funções numa mesma pessoa porque os riscos de *Moral Hazard*, crescem exponencialmente e acabam por levantar problemas de grande dimensão.

Outro dos problemas que se poderá apresentar neste âmbito será o reporte de informações aquando do despoletar de uma *red flag*. A resposta por parte do depositário terá de ser rápida, concisa, firme e imediata às autoridades superiores competentes para que a atuação seja dotada de resultados práticos.

A implementação de uma estrutura mais pesada, acabará por acarretar vários custos aos GFIA. Será que estes custos (tidos por exemplo com os depositários) serão imputados aos investidores? Parece-nos que sim, e esse será mais uma das questões a ter em conta aquando do balanço que terá de ser feito após boa implementação desta Diretiva.

Como observámos anteriormente, o facto das entidades elegíveis estarem concretizadas é algo que aparece como positivo no âmbito desta Diretiva. No entanto, entendemos como criticável relativamente aos FIA extra-UE ser alargado o leque de entidades. Entendemos que esta solução traduz uma pequena nódoa no que diz respeito às virtudes que esta concretização trazia consigo. A abertura a outro tipo de entidades, para além das instituições de crédito e empresas de investimento, comporta alguns riscos e vem acompanhado de algumas dúvidas pois não será líquido que notários, advogados entre outros admitidos nestas funções, sejam suficientemente sólidos a nível financeiro para cumprir com os requisitos previstos na Diretiva. De todo o modo, não é possível usar esta opção com o fim de evitar as exigências da Diretiva neste concreto tema.

## V. CONCLUSÃO

Chegados ao termo do nosso trabalho, impõe-se ponderar sobre tudo aquilo que foi objeto da nossa análise. Antes de mais, devemos voltar um pouco atrás e recordar o quadro regulatório e as questões suscitadas antes da Diretiva 2011/11. Desde logo, os Estados Membros dispunham de uma significativa discricionariedade para decidir sobre a necessidade de nomeação de um depositário, o que conduziu a diferentes abordagens dos Estados-Membros relativamente aos deveres e responsabilidade dos depositários e sobre que condições estas podiam ser delegadas. Ou seja, existia uma margem de discricionariedade muito maior, os *Hedge Funds* eram olhados como um tipo de Fundo bastante selvagem por não ser sujeito a quase nenhuma imposição regulatória.

Com o surgimento da Diretiva permitiu-se clarificar uma série de pontos, nomeadamente: a necessidade de nomear um único depositário para cada FIA; as entidades elegíveis como depositário; as funções de guarda e controlo exercidas pelo depositário; estabelecimento das condições em que pode haver delegações pelo depositário; o tipo de responsabilidade do depositário e os seus limites; só em situações muito específicas e determinadas é que o depositário não será responsabilizado, o que demonstra a sua importância na atuação diligente e esclarecida que é completamente necessária. Com a Diretiva foi pretendido um enquadramento seguro e harmonizado a nível europeu. A visão europeia também pretende que estas regras muito específicas sirvam para permitir uma comercialização global dos fundos em todo o mercado. A questão de fundo com esta Diretiva e em específico com o regime do depositário, prende-se em encontrar uma regulação e supervisão necessária e suficiente para dar qualidade, idoneidade, competência e transparência à indústria e assim tentar reconquistar a confiança dos investidores e sobretudo dos mercados.

As abordagens nacionais fragmentadas não permitem dar uma resposta segura e suficientemente forte e abrangente aos riscos incorridos pelo sector. Uma gestão eficaz da dimensão transfronteiriça desses riscos exige: um entendimento comum das obrigações impostas, uma abordagem coordenada da supervisão dos processos de gestão dos riscos, de governação interna e de transparência e mecanismos claros de apoio às autoridades de supervisão na gestão desses riscos, tanto a nível nacional quanto através

da cooperação e partilha de informações eficazes no domínio da supervisão a nível europeu.

Com a clarificação de todos estes pontos, terá certamente sido atingido um novo patamar. Terá sido reforçado o sistema global de supervisão do sector dos FIA, em benefício da segurança jurídica e dos mercados. Esta Diretiva significa uma mudança muito grande, uma abertura e uma vontade para fazer diferente e para fazer melhor. Serão necessários ajustes, que surgirão com naturalidade como qualquer mudança de paradigma, no sistema jurídico envolvente. No entanto, foi bastante importante atingir este passo para as entidades europeias que tanto batalharam e quiseram esta Diretiva, atentas as respostas normativas que a mesma faculta.

## Bibliografia

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Os Instrumentos Financeiros*, Coimbra (2009)

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Os “hedge funds” e o governo das sociedades*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol IX (2000), 9-70

BESSA, TIAGO, *Crise, regulação e supervisão de Hedge Funds*, Revista do Direito das Sociedades II, (2010), 3 / 4, 849- 914

CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª edição, 2011

CÂMARA, PAULO, *Supervisão e Regulação do Mercado de Valores Mobiliários, em Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII (2008), 39-64

CÂMARA, PAULO, *Crise Financeira e Regulação*, ROA (2009), 697- 728

CÂMARA, PAULO, *Medidas regulatórias adoptadas em resposta à Crise Financeira: Um Exame Crítico*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. IX (2009), 71-113

CÂMARA, PAULO, *Os fundos de investimento*, Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, Coimbra, 2011, vol. 1, 630 - 645

CHORAFAS, DMITRIS N., *Highly leveraged Institutions Regulators, and the New Lenders of Last Resort*, Palgrave Mac Millan, 2003

DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO, *Regulação e Supervisão de Hedge Funds: Percurso, Oportunidade e Tendências*, em Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VIII (2008), 65-149

DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO, *Constituição de Fundos de Investimento Mobiliário (OICVM)*, Estudos em homenagem ao Prof. Doutor Manuel Henrique Mesquita, 673-733

FERRAN, EILÍS, *After the crisis: The Regulation of Hedge Funds and Private Equity in the EU*, European Business Organization Law Review 12, 2011, 379-414

FERREIRA, ANTÓNIO PEDRO A., *O governo das sociedades e a supervisão bancária-interacções e complementaridades*, Quid Juris, 2009, 181-190

HOOGHESMTRA, SEBASTIAN, “Chapter 17 – Depositary regulation”, Alternative Investment Fund Managers Directive, Wolters Kluwer, 2012, Página 409-446

LHABITANT, FRANÇOIS-SERGE, *Gestion Alternative comprendre et investir dans les Hedge Funds*, Dunod, Paris, 2004, 61-102

NICHOLS, CHERYL, “Adressing Inept SEC Enforcement Efforts: Lessons from Madoff, the Hedge Fund Industry, and Title IV of the Dodd-Frank Act for U.S. and Global Financial Systems”, Northwestern Journal of International Law & Business, 637-698

PAGLIARI, STEFANO, “Who governs finance? The shifting public-private divide in the regulation of derivatives, rating agencies and hedge funds” European Law Journal, vol 18, nº1 January 2012, páginas 44-61

PARTSCH, THIBAUT / MULLMAIER JERÔME “Chapter 11 – Delegation”, Alternative Investment Fund Managers Directive, Wolters Kluwer, 2012, Páginas 217-236

PINA, CARLOS COSTA, *Instituições e mercados financeiros*, Almedina, 2005

PINHO, CATARINA ROMÃO, *Os fundos de investimento mobiliário no Direito português*, Revista do Direito das Sociedades, 111-145

SIENA, JOHN, “Chapter 19 – Depositary Liability – A Fine Mess and How to Get Out of It” Alternative Investment Fund Managers Directive, Wolters Kluwer, 2012, Páginas 455-487

STULZ, RENÉ, *Hedge Funds: past, present and future*, Fisher college of business working paper series, February 2007, páginas 1-37

TOMÉ, MARIA JOÃO, *Notas sobre Aspectos Financeiros e Cíveis dos Fundos de Investimento Mobiliário Abertos*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, I, 1999, 9-62

WILLI SEMMLER / RAPHAËLE CHAPPE, “*Ponzi Finance and the Hedge Fund Industry*”, 2012

WYMEERSCH, EDDY, “*The European Alternative Investment Fund Management Directive*”, *Alternative Investment Fund Regulation*, Chapter 18, páginas 433-495

WOLL, CORNELIA, “*Lobbying under pressure : the effect of salience on European Union Hedge Fund Regulation*”, *Journal of Common Market Studies*, 2013, volume 51, number 3 páginas 555-572

ZETZSCHE DIRK A. / ECKNER DAVID , “*Chapter 15 – Investor Information, Disclosure and Transparency*”, *Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Kluwer, 2012, páginas 333-365

# Índice

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO	7
CAPÍTULO II - A RELEVÂNCIA DO TEMA NUM CONTEXTO GLOBAL (IMPACTO DA DIRETIVA)	9
CAPÍTULO III - DEPOSITÁRIO	15
3.1- O CONTRATO - ESPECIFICIDADES	18
3.2 – CONFLITO DE INTERESSES	20
3.3 - FUNÇÕES	21
3.4 - DELEGAÇÃO DE FUNÇÕES	31
3.5 - A RESPONSABILIDADE	33
CAPÍTULO IV - PROBLEMAS QUE SE LEVANTAM COM O APARECIMENTO DA DIRETIVA	38
CAPÍTULO V - CONCLUSÃO	43
BIBLIOGRAFIA	45